

UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERI DE TIZI-OUZOU



FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, DE GESTION ET DES SCIENCES
COMMERCIALES



DÉPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ

Thèse de doctorat LMD

Spécialité : finance d'entreprise

Thème

Les déterminants du financement initial des start-up par les sociétés de capital risque: une approche par la théorie de l'agence et la théorie de signal.

Présenté par :

BOUMENDIL Maçyl

Devant le jury composé de :

Présidente

Mme AMIAR - DOUADI Lila

Professeure à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

Directeur de thèse

M. ARKOUB Ouali

Professeur à l'université M'Hamed BOUGARA - Boumerdès

Co-directrice de thèse

Mme MOUMOU Ouerdia

Maitre de conférences B à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

Examineurs

M. KARA Rabah

Maitre de conférences A à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

M. LAICHE Mohammed

Maitre de conférences A à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

M. AZOUANI Nacer

Professeur à l'école supérieure de commerce - Koléa

Soutenue le 21 novembre 2023

L'université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions sont propres à l'auteur.



UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERI DE TIZI-OUZOU

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, DE GESTION ET DES SCIENCES
COMMERCIALES



DÉPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ

Thèse de doctorat LMD

Spécialité : finance d'entreprise

Thème

Les déterminants du financement initial des start-up par les sociétés de capital risque: une approche par la théorie de l'agence et la théorie de signal.

Présenté par :

BOUMENDIL Maçyl

Devant le jury composé de :

Présidente

Mme AMIAR - DOUADI Lila

Professeure à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

Directeur de thèse

M. ARKOUB Ouali

Professeur à l'université M'Hamed BOUGARA - Boumerdès

Co-directrice de thèse

Mme MOUMOU Ouerdia

Maitre de conférences B à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

Examineurs

M. KARA Rabah

Maitre de conférences A à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

M. LAICHE Mohammed

Maitre de conférences A à l'université Mouloud MAMMERI - Tizi Ouzou

M. AZOUANI Nacer

Professeur à l'école supérieure de commerce - Koléa

Soutenue le 21 novembre 2023

Remerciements

«aucun de nous, en agissant seul, ne peut atteindre le succès»

Nelson Mandela

Je remercie Dieu tout puissant qui m'a guidé dans la voie de la recherche et qui m'a donné la force, le courage et la persévérance pour finaliser ce travail.

Je remercie ma famille pour son soutien moral et financier. Je remercie tout particulièrement ma sœur pour son travail de relecture et ses remarques pertinentes et constructives.

Je remercie mon encadrant M. ARKOUB Ouali et ma co-encadrante Mme MOUMOU Ouerdia pour leur confiance, leur disponibilité et la liberté qu'ils m'ont accordées dans la conduite de cette recherche. Mes remerciements s'adressent également à mon ancienne encadrante Mme OUKACI Dahbia dont les remarques ont grandement influencé la version définitive de cette thèse.

Ce modeste travail n'aurait sans doute jamais vu le jour sans la contribution des nombreux fondateurs de start-up qui m'ont accordé une partie de leur temps précieux pour répondre à mon questionnaire. J'adresse également mes vifs remerciements à M. HACHANI Okba pour son intérêt à l'égard de cette recherche et la disponibilité dont il a su faire preuve. Je n'oublie pas de mentionner le rôle joué par M. GASMI Fethi de l'incubateur Innoest Company dans l'accès aux données. À toutes ces personnes, je vous en serais éternellement reconnaissant. La réalisation de cette thèse a été grandement influencée par les cours de mes enseignants et tout particulièrement de M. KARA, M. ZERKFAOUI et Mme ASSOUS. Je salue également M.

KARA pour son implication active dans cette thèse, notamment via les remarques qu'il a formulées à l'encontre du guide d'entretien et pour son travail de relecture.

Mes remerciements s'adressent également aux responsables de la formation doctorale qui se sont démenés pour offrir à la spécialité finance d'entreprise et au département des sciences financières et comptabilité une formation de 3^{ème} cycle.

Pour les diverses facilitations qu'ils m'ont offert dans la conduite de cette recherche, je remercie le personnel du service de post-graduation, des relations extérieures, et de la bibliothèque de notre faculté.

Enfin, je voudrais remercier les membres du jury pour avoir accepté de lire et d'évaluer ce modeste travail.

À ma mère, mon hymne à la joie qui a cru en moi depuis tout petit et qui a fait de moi

l'homme que je suis.

À ma sœur et à mon père.

À mon ami CHIOUT Nacim.

À la mémoire de :

Mon grand-père paternel,

Mon ancien enseignant au lycée M.CHALLALI Nassim,

Mon ancienne camarade de classe au primaire Mlle SEKHER Sarah.

Liste des abréviations

3F : Famille, Amis, Foule

AIF : Algerian Investment Fund

ANADE : Agence Nationale d'Appui et de Développement de l'Entrepreneuriat

ANSEJ : Agence Nationale de Soutien à l'Emploi des Jeunes

ANTP : Agence Nationale de la promotion et du développement des Parcs Technologiques

ANVREDET : Agence Nationale de la Valorisation des Résultats de la recherche et du Développement Technologique

ARD : American Research & Development Corporation

ASC : Algeria Startup Challenge

ASF : Algerian Startup Fund

BA : Business Angels

BAALDI : Business Angels Algérie Diaspora

BDL : Banque de Développement Local

BADR : Banque de l'Agriculture et du Développement Rural

BFR : Besoin en Fonds de Roulement

BTP : Bâtiment et Travaux publics

CI : Capital Investissement

CA : Chiffre d'Affaires

CAF : Capacité d'AutoFinancement

CASNOS : Caisse Nationale de Sécurité Sociale des Non Salariés

CBA : Casbah Business Angels

CNAC : Caisse Nationale d'Assurance Chômage

CNAS : Caisse Nationale des Assurances Sociales

CNEP : Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance

CR : Capital Risque

CDTA : Centre de Développement des Technologies Avancées

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

CVC : Corporate Venture Capital

CPA : Crédit Populaire d'Algérie

DA : Dinars Algérien

DG : Directeur Général

DLO : Degré de l'effet de Levier Opérationnel

DR : Délai de Récupération

DT : Dinars Tunisien

Liste des abréviations

EASDAQ : European Association of Securities Dealers Automated Quotation
EED : European Enterprise Development
EVCA : Association Européenne de Capital Risque
FINALEP : La Financière Algéro-Européenne de Participation
FNL : Flux Nets de Liquidités
FMI : Fonds Monétaire International
FP : Fonds Propres
FR : Fonds de Roulement
IBS : Impôt sur le Bénéfice des Sociétés
IFU : Impôt Forfaitaire Unique
INAPI : Institut National Algérien de la Propriété Industrielle
IP : Indice de Profitabilité
IRG : Impôt sur le Revenu Global
LBO : Leveraged Buy Out
LF : Loi de Finances
LFC : Loi de Finances Complémentaire
LMBI : Leveraged Management Buy In
MBA : Master of Business Administration
MBO : Management Buy Out
MENA : Middle East and North Africa
MIT : Massachusetts Institute of Technology
NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NTIC : Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication
PC : Plateforme de Crowdfunding
PDG : Président Directeur Général
PI : Propriété Intellectuelle
PIB : Produit Intérieur Brut
PME : Petite et Moyenne Entreprise
R&D : Recherche & Développement
RF : Référent
SBA : Small Business Administration
SBIC : Small Business Investment Corporations
SBIR : Small Business Innovation Research
SCI : Société de Capital Investissement

Liste des abréviations

SCR : Société de Capital Risque

SPA : Société Par Actions

SPAS : Société Par Actions Simplifiée

TAP : Taxe sur l'Activité Professionnelle

TCR : Tableau de Compte de Résultat

TIC : Technologie de l'Information et de la Communication

TRI : Taux de Rendement Interne

TSA : Tout Sur l'Algérie

TVA : Taxe sur la Valeur Ajoutée

VA : Valeur Ajoutée

VAN : Valeur Actuelle Nette

Introduction Générale.....	11
Chapitre 1 : Conceptualisation sur les start-up et leurs sources de financement	20
Introduction au chapitre	21
Section 1 : Généralités sur les start-up	22
Section 2 : Écosystème et sources de financement de la start-up	48
Section 3 : Les start-up en Algérie	64
Conclusion du chapitre.....	92
Chapitre 2 : Le capital risque : histoire, principe, fonctionnement et acteurs.....	94
Introduction au chapitre	95
Section 1 : Le cadre historique du capital risque.....	96
Section 2 : Le cadre fonctionnel du capital risque	103
Section 3 : Le cadre existentiel du capital risque	117
Conclusion du Chapitre.....	125
Chapitre 3 : La relation société de capital risque - start-up dans le cadre de la théorie de l'agence et la théorie de signal.....	126
Introduction au chapitre	127
Section 1 : Approches d'analyse de l'incongruité des objectifs dans le cadre de la relation société de capital risque - start-up	128
Section 2 : La théorie de l'agence dans le cadre société de capital risque - Start-up	137
Section 3 : La théorie de signal en tant que modératrice de la relation société de capital risque - start-up.....	156
Conclusion du chapitre.....	170
Chapitre 4 : La maturité du marché de capital risque en tant que modératrice de la prise de décision des sociétés de capital risque	172
Introduction au chapitre	173
Section 1 : Une revue de la littérature sur l'effet de l'internationalisation de l'activité du capital risque sur la prise de décision de financement	174
Section 2 : L'information financière en tant que déterminant pour le financement par capital risque dans les marchés de capital risque peu matures	181
Section 3 : Cadre méthodologique de l'évaluation financière des projets d'investissement	192
Conclusion du chapitre.....	203
Chapitre 5 : Les déterminants de la prise de décision des sociétés de capital risque dans les marchés de capital risque matures.....	204
Introduction au chapitre	205
Section 1 : L'effet de signal des ressources de l'entrepreneur	208
Section 2 : L'effet de signal des accomplissements de la start-up.....	253
Section 3 : L'effet des autres signaux sur la prise de décision de financement des sociétés de capital risque	265

Conclusion du chapitre	287
Chapitre 6 : Étude empirique sur les déterminants de la prise de décision de financement au sein de l'Algerian Startup Fund	289
Introduction au chapitre	290
Section 1 : Évolution des méthodes utilisées pour examiner la prise de décision des sociétés de capital risque.....	291
Section 2 : Méthodologie de l'étude empirique	302
Section 3 : Analyse et interprétation des résultats.....	313
Conclusion du chapitre	357
Conclusion générale	359

Introduction Générale

*« Quand on a choisi un chemin, aussi compliqué soit-il, on le poursuit jusqu'au bout. Sinon on ne saura jamais
ce qu'il nous promet »*

Yasmina Khadra

De nos jours, les start-up jouent un rôle incontournable dans l'économie mondiale. À cet effet, (Montani et al., 2020) soulignent qu'en 2020 leur contribution à l'économie mondiale a été de l'ordre de 2.5 milliards de dollars. Toutefois, cette donne n'a pas toujours prévalu, dans le sens où entre la fin du 18^{ème} siècle qui concorde avec la date de la parution du premier ouvrage d'Adam Smith dans lequel il mettait déjà l'accent sur la grande entreprise et jusqu'à la fin des années 70, le postulat de la supériorité de la grande entreprise faisait autorité (Boutillier 2011). La grande entreprise était un idéal type, un moteur de la croissance et du développement économique. Cette période était donc marquée par un manque d'intérêt à l'encontre de l'entrepreneur et de la petite entreprise, en témoigne les propos forts illustrant de J.K. Galbraith dans « *le nouvel état industriel* », publié en 1967, où il déclare que ce n'est pas l'entrepreneur qui a envoyé l'homme sur la lune, mais une organisation.

Le début des années 80 a marqué le déclin de la suprématie de la grande entreprise, ce déclin est la conséquence de deux crises (Schmitt et Torrès 2015) : la crise du modèle de la grande entreprise axé sur l'organisation scientifique du travail dans les années 70¹ et la crise latente de la professionnalisation à travers le salariat. Un entrepreneuriat de nécessité a ainsi vu le jour dans une période marquée par des difficultés économiques².

Pour (Bhidé 1999), la remise en cause de la suprématie des grandes entreprises a été à l'origine du dynamisme des start-up et de leur montée en puissance. Ce point de vue n'est pas partagé par (Boutillier et Uzunidis 2015) qui indiquent que c'est plutôt les développements réalisés en matière d'information et de télécommunication qui ont permis d'engager un mouvement de débordement des connaissances des laboratoires vers l'économie, ce qui a permis l'avènement d'entreprises innovantes communément appelées start-up.

Selon (Marty 2002), l'avènement de ces entreprises a permis d'imprégner une nouvelle culture qui comprend trois composantes : culture de l'innovation qui marque la fin du taylorisme, en effet la pression s'exerce plus sur les résultats que sur la méthode pour y parvenir. Culture jeune et High Tech qui a entraîné un bouleversement des habitudes et des relations de travail.

Au-delà d'une culture de fonctionnement distincte, les start-up se caractérisent par la responsabilité de la nouveauté (Stinchcombe 1965), la prédominance d'actifs immatériels et un fonctionnement dans des conditions d'incertitude. À cet égard, Eric Ries affirme que la start-up est "*une institution humaine conçue pour créer un nouveau produit ou un service*

¹ (Boyer 1986) explique la crise de l'organisation scientifique du travail par le plafonnement des économies d'échelle et la difficulté de gestion des grandes unités industrielles.

² Le double choc pétrolier des années 70 et ses conséquences sur les entreprises.

dans des conditions d'extrême incertitude". La start-up apparaît donc être plus qu'une simple entité (de SAINT-EXUPÉRY 2018).

La spécificité que revêt la start-up rend plusieurs sources de financement traditionnelles incompatibles, c'est le cas du financement bancaire (Guilhon et Montchaud 2012). Les chercheurs s'accordent à dire que la prédominance des actifs immatériels, l'asymétrie d'information, l'absence de garantie, la radicalité de l'innovation et le coût du financement constituent les principales raisons à l'exclusion des banques du schéma du financement de la start-up.

Face à cette impossibilité d'accès au financement bancaire, les start-up ont eu tendance à s'appuyer sur d'autres sources de financement, telles que les Business Angels (BA), le crowdfunding, le Capital Risque (CR). Toutefois, même auprès de ces financeurs spécifiques, l'accès au financement n'est pas aisé. En effet, face à la grande incertitude qui caractérise la start-up, ces financiers doivent s'assurer de sa qualité.

Dans le cadre de cette thèse, nous aborderons la relation financière de la start-up avec l'un de ces financeurs spécifiques à savoir la Société de Capital Risque (SCR)³. Cette relation est abordée conformément à la théorie de l'agence et la théorie de signal.

Problématique

La relation entre la start-up et la SCR implique conformément à la théorie de l'agence (C.Jensen et H.Meckling 1976) et à l'hypothèse de l'asymétrie d'information sur laquelle elle repose, la survenance de deux problèmes principaux à savoir, l'adverse sélection liée à la phase précontractuelle et l'aléa moral lié à la relation post contractuelle. Dans cette thèse, nous n'aborderons que le premier problème, car c'est à ce niveau que l'asymétrie d'information est à son paroxysme (Arthurs et Busenitz 2003).

L'adverse sélection met en évidence l'impossibilité pour la SCR de distinguer entre deux start-up à qualité variable, ceci conduit le plus souvent la SCR à sélectionner le mauvais partenaire. Face à ce problème d'adverse sélection, la théorie de l'agence recommande le recours à la rédaction d'un contrat visant à régir la relation de financement.

Toutefois, le coût relatif à l'exécution des contrats (Ross 1973), leur incomplétude (Shane et Stuart 2002; Osnabrugge 2000; Duffner 2003) et la survenance d'un opportunisme chez la SCR (J. M. Fried et Ganor 2006) figurent parmi les limites associées à la contractualisation.

Face au problème de l'adverse sélection, la théorie de signal (M. Spence 1973) a proposé une solution plus attrayante à savoir, la signalisation par la partie la mieux informée.

³ Voir Chapitre 1 et 3 pour les justifications liées au choix de ce financeur.

Cette théorie a reçu un large soutien. À cet égard, (Leland et Pyle 1977) estiment que pour que des projets de bonne qualité puissent être financés, un transfert d'information doit avoir lieu. Ils postulent donc que la qualité des projets peut être transférée par les actions observables de l'entrepreneur. Dans la continuité de ces propos, (Kirmani et Rao 2000) indiquent que les situations de sélection défavorables peuvent être résolues par des signaux, qui démontrent des réalisations de haute qualité que les parties de faible qualité ne peuvent pas égaler pour des raisons de risque et de coût (Janney et Folta 2006). (Higgins et Gulati 2006) suggèrent que les signaux sont essentiels dans le cadre des jeunes entreprises, en particulier lorsque des mesures de qualité ne sont pas facilement disponibles. (Nofsinger et Wang 2011) estiment que face la gravité de l'asymétrie d'information, il est primordial pour les entrepreneurs de signaler de manière crédible la valeur de leur projet.

Au-delà de la capacité du signal à opérer une distinction entre entreprises de haute qualité et celles de basse qualité, plusieurs études (Nadeau 2010; Hoenen et al. 2014; Hoenig et Henkel 2015; Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014; Islam, Fremeth, et Marcus 2018;) ont démontré qu'il peut être un indicateur approprié pour la prise de décision d'investissement des SCR.

Des études antérieures ont montré que les fondateurs utilisent divers mécanismes pour signaler la qualité auprès des SCR. Parmi les signaux les plus connus, on peut citer les alliances avec des partenaires de premier plan (Stuart et al 1999, Hoenig et Henkel 2014), l'expérience industrielle et entrepreneuriale (Eisenhardt et Schoonhoven 1990, Bruton et al 2002, Hsu 2007, Ko et Mckelvie 2018), la proportion de la richesse initiale que les entrepreneurs mettent en danger dans leur entreprise (Leland et Pyle 1977), le capital intellectuel représenté ici par les marques et les brevets (Hoenen et al 2014, Lahr et al 2016, Haeussler et al 2014, Zahou et al 2015, Block et al 2014, Zhang et al 2019), l'accès à des subventions gouvernementales (Lerner 1999, Soderblom et al 2015).

Ces études qui ont examiné les effets de ces signaux ont été réalisées pour la plupart dans le cadre de marchés de CR matures, or des chercheurs suggèrent que l'effet de la signalisation peut varier selon la maturité du marché du CR. À titre illustratif, l'étude de (Manigart et al. 2000) a montré que dans les pays européens où l'industrie du CR est relativement jeune les informations comptables sont nettement plus utilisées.

Ainsi, la variable maturité du marché de CR est susceptible de modérer les déterminants de la prise de décision des SCR, dans le sens où dans les marchés de CR matures la prise de décision va s'appuyer sur des signaux et dans les marchés de CR peu matures, la prise de décision va s'appuyer sur des informations financières et prévisionnelles.

Ces conclusions semblent donc donner du sens aux propos de (Connelly et al. 2011) qui indiquent que la signalisation à destination d'un récepteur ne peut être déconnectée de l'environnement dans lequel elle se produit.

Conformément à ces études antérieures et en raison du contexte examiné (Algérie) où l'industrie du CR est peu mature, il s'avère nécessaire de tenir compte de l'effet modérateur qu'est susceptible de jouer la maturité du marché de CR dans l'examen de la question des déterminants du financement des start-up par les SCR.

Ces implications nous amène donc à formuler la problématique suivante :

Le financement des start-up en Algérie par l'Algerian Startup Fund (ASF) intègre-t-il l'usage de la signalisation ?

Afin de mieux cerner le sujet et de répondre à la question de départ, d'autres questions qui expliciteront le cheminement de la thèse doivent être posées :

- ❖ Quelles sont les sources de financement des start-up et quel est leur état des lieux en Algérie ?
- ❖ La maturité du marché du CR algérien exerce-t-elle une influence sur les déterminants de la prise de décision au sein de l'ASF ?
- ❖ Quel est le rôle de l'information financière sur la prise de décision au sein de l'ASF ?

Hypothèses

À l'égard des questions posées au niveau de la problématique nous sommes amenés à formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : en Algérie, où l'industrie du CR est peu mature, la signalisation ne devrait pas avoir d'effet sur la prise de décision de l'ASF.

En Algérie, bien que l'avènement du CR remonte à 1991, ce mode de financement n'a pas répondu à sa vocation originelle à savoir le financement des entreprises innovantes et est resté cantonné au financement de l'économie traditionnelle. Ce n'est que récemment avec la création de l'ASF que le schéma du financement par CR semble s'orienter vers le financement des start-up. Ceci nous conduit donc à indiquer que cette industrie revêt encore un caractère naissant en Algérie.

Hypothèse 2 : dans les pays à industrie de CR peu mature comme l'Algérie, l'ASF s'appuiera sur des indicateurs financiers pour prendre ses décisions d'investissement.

Au-delà de la faible maturité du CR en Algérie, d'autres arguments semblent soutenir l'appui de l'ASF sur des indicateurs financiers pour prendre ses décisions d'investissement. À cet égard, (Bessis Joël 1988) affirme que le poids financier dans les équipes des SCR varie

selon l'affiliation de la société à un groupe financier. Ce constat présage que la prépondérance des acteurs financiers dans les SCR algériennes sera importante étant donné leur rattachement à des banques qui constituent les principales pourvoyeuses de fonds des SCR dans notre pays. Par ailleurs, cette prépondérance des profils financiers dans les SCR algériennes et notamment au niveau de l'ASF justifie selon (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) l'influence des informations comptables sur la prise de décision dans les marchés de CR jeunes.

Méthodologie

Pour répondre à cette problématique, nous avons suivi deux démarches principales. La première consiste en l'élaboration d'un cadre théorique à travers la réalisation d'une revue de littérature sur plusieurs concepts, à savoir : la start-up (sa définition, son histoire, sa spécificité, ses sources de financement, les déterminants de son financement), le CR (sa définition, son émergence, ses acteurs et son processus d'investissement). Les sources bibliographiques utilisées à ce niveau se répartissent entre les ouvrages, les articles scientifiques, les rapports et les textes réglementaires (lois et décrets exécutifs). Dans certains cas, nous avons eu recours à la littérature non académique (articles de presse et de blog, sites internet) en raison de l'incapacité de la littérature scientifique à fournir des réponses à nos questionnements.

La deuxième démarche a porté sur la réalisation d'une étude empirique dont l'objectif est de cerner les déterminants de la prise de décision au niveau du fonds ASF. À cet égard, la pertinence d'un ensemble de 34 déterminants issus de notre revue de littérature fut testée grâce au recours à une méthode mixte combinant 1 étude quantitative et 2 études qualitatives.

Motif du choix du sujet

Notre intérêt pour les déterminants du financement des start-up trouve ses sources dans deux motifs principaux. Le premier est notre fascination à l'égard de la capacité des start-up à surmonter les entraves de l'innovation, de la petitesse et de la nouveauté pour devenir des entreprises matures sources du développement et de la croissance économique. Le second motif est celui de l'engouement de l'environnement algérien à l'égard des start-up. Cet engouement se manifeste principalement par :

- Le succès retentissant de nombreuses start-up algériennes à titre d'exemple Yassir - *qui est devenu un acteur majeur du secteur des Voitures de Transport avec Chauffeur (VTC)* - ou encore "Temtem" œuvrant dans le même créneau et qui a

réussi a levé en 2019 un montant de 4 millions de \$ auprès d'investisseurs privés étrangers⁴.

- L'intérêt du gouvernement à l'égard de la question des start-up qui s'est concrétisé entre autres par la création d'un ministère dédié aux start-up et la promulgation d'un cadre réglementaire pour régir ces entreprises.

Enfin, l'enracinement de la question de recherche dans le domaine de la finance d'entreprise est un autre motif au choix de ce sujet. En effet, cette thèse aborde deux des trois questions auxquelles s'intéressent les chercheurs en finance d'entreprise (Charreaux 2008) à savoir les questions visant à identifier les déterminants d'un phénomène et celles qui visent à cerner l'incidence d'un phénomène, en l'occurrence l'influence de la maturité du marché de CR sur les déterminants de la prise de décision.

Intérêt de cette recherche

Cette thèse trouve son intérêt au niveau théorique et empirique. D'un point de vue théorique, elle apporte d'une part un éclaircissement et un positionnement sur divers points de discordance portant notamment sur de nombreux concepts relatifs aux start-up et permet d'autre part grâce à l'adoption d'une démarche rigoureuse de recherche de recenser à l'intérieur d'un chapitre l'intégralité des signaux susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR, contribuant ainsi à l'organisation de ce volet de la littérature. Au-delà de cette organisation, cette thèse vise à éclairer un volet de la recherche qui est très peu exploré et qui porte sur les effets de l'internationalisation⁵ de l'activité de CR sur la prise de décision des SCR.

D'un point de vue empirique, cette recherche est la première du genre en Algérie à s'intéresser à la prise de décision de financement au sein du fonds ASF et plus globalement dans le cadre du financement par CR. La recherche dans ce domaine a eu tendance par le passé à n'évoquer que les concepts clés de cette activité et les acteurs qui y exercent au sein de notre économie. Ces études n'ont donc exploré ni le processus de décision des SCR, ni adopté un positionnement théorique dans leur démarche.

Par ailleurs, les études sur les start-up en Algérie portent encore sur le volet conceptuel et fiscal de ces entreprises, le volet financier n'est pratiquement pas abordé malgré son importance.

⁴ <https://www.jeuneafrique.com/836436/economie/transports-temtem-vise-une-leeve-de-fonds-record-pour-une-start-up-algerienne/> (consulté le 21 octobre 2021).

⁵ Les effets de l'internationalisation du CR font référence ici à l'apparition des quatre corpus de recherche présentés dans le chapitre 4.

Enfin, la question de l'examen de l'influence de la maturité du marché du CR sur la prise de décision des SCR est très peu traitée dans la littérature académique. En effet, il n'y a que deux articles qui ont abordé cette question à savoir (Manigart et al. 2000) et (Silva 2004). Leurs conclusions sont par ailleurs contradictoires. Cette thèse contribuera donc à ce niveau à enrichir et à éclairer ce volet de la littérature.

Plan de la thèse

Cette thèse est organisée en six chapitres⁶. Dans la construction de ce plan⁷, nous avons privilégié une démarche allant du général au particulier. À cet effet, nous avons d'abord exploré le concept de la start-up et du CR dans le cadre des deux premiers chapitres.

Le premier chapitre a été construit de façon à lever le voile sur certaines ambiguïtés qui entourent le concept de la start-up, notamment son orthographe, sa définition, son histoire, ses sources de financement, son avènement en Algérie, ainsi qu'un état des lieux sur ses sources de financement dans le cadre de ce contexte.

Le second chapitre fournit un éclairage détaillé sur le CR à travers notamment une description historique de son émergence et de sa mutation. La mise en évidence de ces intervenants, de son cycle d'investissement et son intérêt en tant que mode de financement.

Le troisième chapitre fournit une justification à notre positionnement théorique, expose les principales idées des deux perspectives théoriques adoptées dans cette thèse et illustre le raisonnement de construction de cette thèse.

Le quatrième chapitre met en évidence quatre courants de recherche qui sont nés suite à l'internationalisation de l'activité du CR. Il apporte également un éclaircissement sur les déterminants financiers susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR.

Le cinquième chapitre met en évidence les résultats de notre revue de la littérature sur les signaux susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR.

Le dernier chapitre expérimente l'effet des 34 déterminants recensés dans la littérature sur la prise de décision au niveau de l'ASF. Pour y arriver, nous avons eu recours à une méthodologie mixte s'appuyant d'une part sur une étude quantitative menée auprès de 45 start-

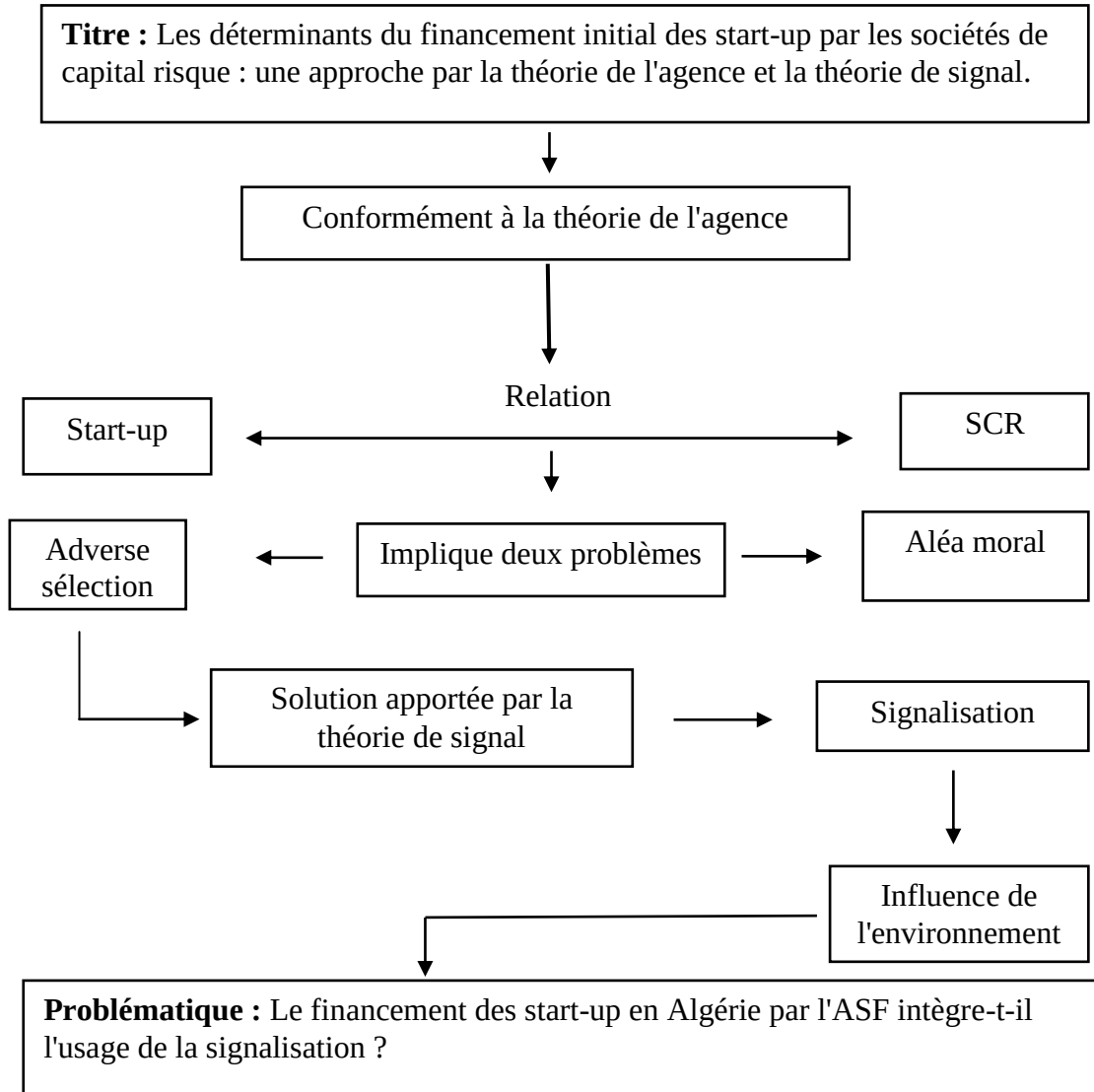
⁶ Nous justifions le déséquilibre dans le volume des six chapitres par l'indépendance des idées qui sont abordées dans chacun d'entre eux (Dahak et Kara 2015).

⁷ Dans l'élaboration du plan de la thèse, nous aurions pu privilégier une organisation en partie, toutefois cette démarche présente plusieurs inconvénients selon nous. Parmi ces inconvénients, on retrouve une redondance d'idées dans les conclusions et les introductions des parties, un rallongement du volume de la thèse. Cette démarche n'est donc pas pertinente à notre sens, car elle apporte seulement une réorganisation visuelle et ne permet pas de réduire le volume du travail. Ces propos trouvent une corroboration dans plusieurs thèses soutenues au sein de l'université de Tizi-Ouzou (Smadi 2018; Yakoubi 2022). Ces deux thèses ont adopté respectivement des plans de travail en 7 et 6 chapitres.

up ayant sollicité un financement auprès de l'ASF et d'autre part sur une analyse qualitative de contenu et un entretien semi-directif avec le Directeur Général (DG) de l'ASF.

La figure ci-dessous résume la démarche abstractive ayant conduit à la construction de cette thèse.

Figure introductive : Démarche ayant conduit à la construction de la thèse.



Source : réalisée par nous-mêmes.

Chapitre 1 :

Conceptualisation sur les start-up et leurs sources de financement

« Une personne qui n'a jamais commis d'erreurs n'a jamais tenté d'innover »

Albert Einstein

*« La création d'entreprise est probablement l'une des formes les plus élaborées des dernières grandes aventures
modernes »*

Bernard Maitre

Introduction au chapitre

Les start-up peuvent jouer un rôle crucial en favorisant la concurrence, en introduisant l'innovation et en soutenant l'émergence de tout nouveau secteur (Colombelli, Krafft, et Vivarelli 2016). Elles sont également connues pour contribuer de manière substantielle à la création d'emplois et à la richesse de l'économie au sens large (Söderblom et Samuelsson 2014; Boyarchenko 2021; Tripathi et al. 2018; Osnabrugge 2000). (Montani, Gervasio, et Pulcini 2020) estiment que l'économie mondiale des start-up a généré 2.8 trillions de \$ de valeur économique durant la période 2017-2018, soit une augmentation de 20% par rapport à la période 2015-2016.

Bien qu'il y ait un consensus sur les vertus découlant des start-up, il apparaît d'un autre côté que des concepts basiques relatifs à ces entreprises restent toujours incompris et ambigus. À titre d'exemple, (Cockayne 2019) indique que la prolifération du concept start-up dans les descriptions courantes et populaires n'a pas réuni les différents acteurs émanant de la communauté académique et non académique autour d'une définition commune du concept.

Cette absence de consensus ne se limite pas à la définition de cette forme d'entreprise, mais s'élargit aussi à son orthographe, aux phases qui composent son cycle de vie (Kolosok et Koniukh 2017), ainsi qu'aux stades d'intervention des différentes sources de son financement.

Pour (Skala 2019) une telle divergence risque d'entraîner un chaos conceptuel qui conduira la recherche sur les start-up à générer des résultats ambigus et incomparables, ainsi qu'à une dégradation de la qualité des travaux empiriques sur ces dernières (Luger et Koo 2005).

Afin d'éviter de biaiser nos résultats, nous avons convenu qu'il était nécessaire de nous positionner dans les deux premières sections par rapport à ces points de divergences. Au-delà de cet objectif, ce chapitre vise également dans la section 3 à mettre en évidence le contexte de l'émergence des start-up en Algérie, le cadre réglementaire qui les régit ainsi qu'une analyse critique de ses mécanismes de soutien et de financement.

Section 1 : Généralités sur les start-up

Le terme start-up est très tendance dans l'économie du 21^{ème} siècle (Ehsan 2021) où chaque année, 100 millions de ces entreprises sont créées dans le monde entier. Si cette forme d'entreprise connaît un engouement certain et un large soutien de la part des politiques publiques, elle fait toujours l'objet de quelques ambiguïtés.

L'objectif de cette section est d'éclairer les points d'ombre qui entourent cette nouvelle forme d'entreprise en la définissant, en retraçant son émergence et ses spécificités. Toutefois, avant d'explorer plus en détail ces points il s'avère primordial de s'intéresser à l'orthographe de ce terme.

1.1. De quoi parle-t-on au juste : start-up, start up ou startup

Rares sont les articles à s'être penchés sur la manière d'écrire le terme start-up. À notre connaissance, il n'y a que l'article de (Bindi 2015) et celui de (Belhadj 2020) issus de la littérature non académique qui ont abordé de telles subtilités.

Pour (Bindi 2015) ce terme doit s'écrire collé et non avec un trait d'union ou avec un espace. Selon son argumentaire, le trait d'union sert à lever des ambiguïtés. L'auteur donne l'exemple de "Watter Bottle" qui implique que la bouteille est composée d'eau, mais où l'ajout d'un trait d'union indiquerait que celle-ci n'est pas composée d'eau. Le même auteur poursuit en indiquant que "start up" suppose que quelqu'un lance une entreprise. Il suggère toutefois que ce terme ne se limite pas à cette signification. (Bindi 2015) conclut en expliquant que puisque le trait d'union ne clarifie pas une ambiguïté et puisque ce terme n'est pas considéré comme un nom composé, il doit s'écrire collé.

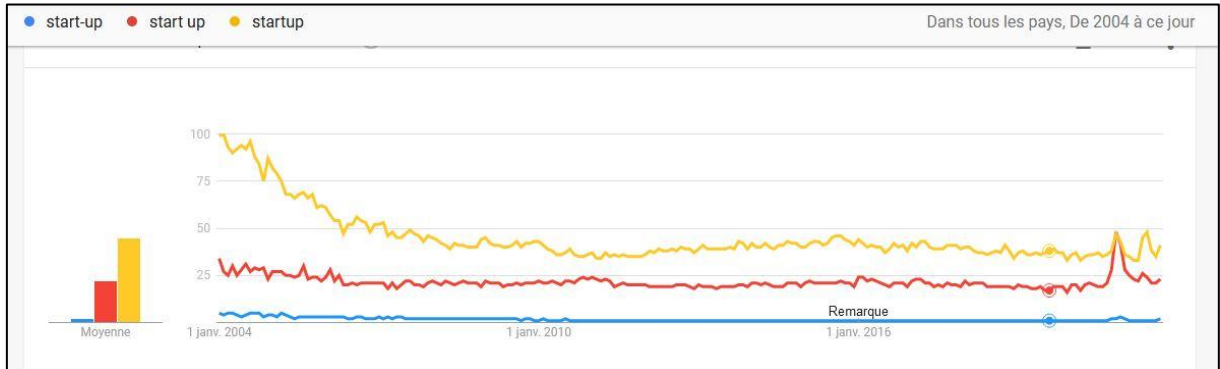
Dans son article de blog, (Belhadj 2020) nous renvoie vers l'écriture du terme dans les deux dictionnaires de référence en langue française à savoir; le Larousse et le Robert qui conviennent tous les deux à écrire ce terme avec un trait d'union. Ces deux dictionnaires ont donc homogénéisé la rédaction de ce terme avec sa langue de provenance; l'anglais.

Malgré le positionnement de ces deux dictionnaires sur la rédaction du terme start-up, les acteurs académiques, les journalistes, les internautes et les étudiants ne semblent pas tenir compte de ces recommandations. Une simple recherche⁸ sur le moteur de recherche Google permet d'appuyer ces propos. Ainsi "Start-up" donne dix-huit milliards de résultats, "Start up" donne vingt milliards de résultats. Enfin, "Startup" ne donne qu'un milliard de résultats. Ainsi, bien qu'il apparaisse que "Start up" est l'orthographe prédominante, la recherche montre également une large utilisation des deux autres écritures du terme.

⁸ Recherche effectuée le 3 septembre 2022.

Lorsque l'on compare les tendances de recherche dans le temps avec l'outil Google trends, une tout autre tendance se dessine. En effet, on voit un déclin à l'horizon 2004 de l'utilisation du terme "Startup" puis une expansion de son utilisation à partir de 2020. Le recours à cette comparaison temporelle souligne donc l'impopularité du terme "Start-up" dans les usages des internautes au niveau mondial au détriment des autres orthographes.

Graphique N° 1 : Comparaison entre les tendances de recherche des termes; start-up, start up et startup de 2004 à nos jours.



Source : Google trends (consulté le 4 septembre 2021).

(Belhadj 2020) indique que si l'on regarde le monde anglophone, on remarque également la même tendance dans les préférences de recherche des internautes et des médias (The Economist, New York Times, BBC), c'est-à-dire une préférence pour le terme "startup". D'autres médias à l'image du Financial Times et du Washington Post utilisent les deux variantes; startup et start-up. (Belhadj 2020) affirme que cette évolution des usages est attestée par le dictionnaire Merriam-Webster qui mentionne "startup" comme une variante orthographique acceptée.

Ainsi que ce soit dans la langue française ou anglaise, le terme a débuté avec un trait d'union avant de le perdre faisant cohabiter deux orthographes, avec une progression rapide toutefois de l'orthographe startup (Belhadj 2020).

Pour cette auteure une telle progression est conforme à la simplification recommandée par la réforme orthographique de 1990 qui a appelé à intégrer à la morphologie productive du français certains termes empruntés à l'anglais pour les faire pleinement entrer dans la langue.

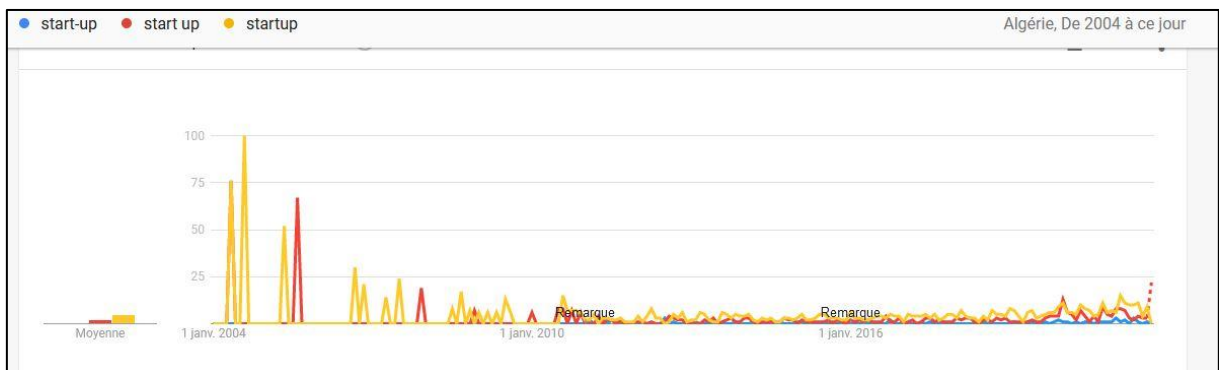
En conclusion de son article (Belhadj 2020) a indiqué qu'il n'y a finalement pas de règle pour écrire ce terme. Elle soutient toutefois que l'orthographe choisie doit être en accord avec notre éthos ou celui de notre organisation.

Conformément à ce dernier argument de (Belhadj 2020), nous avons décidé de voir comment s'écrit ce terme dans les textes réglementaires en Algérie pour sélectionner la variante orthographique à utiliser dans cette thèse.

Dans la loi n° 17-02 du 10 janvier 2017 portant loi d'orientation sur le développement de la petite et moyenne entreprise (PME), l'article 21 utilise la variante orthographique "start-up".

La législation algérienne s'aligne donc avec l'écriture originelle et les recommandations émanant des dictionnaires cités précédemment. Une telle orthographe est à contre-courant des tendances des utilisateurs du moteur de recherche Google en Algérie où elle est relativement impopulaire au détriment des variantes "start up" et "startup".

Graphique N°2 : Comparaison entre les tendances de recherche des termes; start-up, start up et startup de 2004 à nos jours en Algérie.



Source : Google trends (consulté le 4 septembre 2021).

Par ailleurs, nous aurions pu éviter l'anglicisme et préférer le terme français recommandé par l'Académie française à savoir « *Jeune pousse* ». Toutefois, étant donné que ce terme est peu répandu dans la littérature académique et son inexistence dans la législation algérienne, nous avons préféré utiliser le terme anglais start-up.

Après avoir sélectionné et argumenté le choix d'une variante orthographique, il y a lieu de nous pencher sur la signification de la start-up.

1.2. Définition de la start-up

En matière de définition de la start-up, il existe également une absence de consensus entre les chercheurs académiques, les professionnels du secteur et les gouvernements. Ce point vise donc à illustrer ces divergences et à proposer une définition appropriée au contexte de notre étude.

1.2.1. Hétérogénéité dans les définitions de la start-up

L'article de (Luger et Koo 2005) qui est à notre connaissance le premier à avoir examiné la littérature sur les définitions de la start-up soulignait déjà l'existence de trois critères de définition différents à savoir : nouvelle, active et indépendante. Le même constat a été repris dans l'étude de (Bystrova et al 2014) qui ont indiqué que certains chercheurs tiennent compte

de l'âge⁹, d'autres se basent sur l'étape du cycle de vie, alors que d'autres adoptent une approche combinée. Ainsi il s'avère difficile pour les chercheurs de définir ce qu'est une entreprise innovante en phase de démarrage car il n'existe pas de définition claire et largement acceptée (Tamoor 2013; Söderblom et Samuelsson 2014; Kolosok et Koniukh 2017; Magalhães 2019; Montani, Gervasio, et Pulcini 2020; Bekaddour et Benhabib 2021; Bekaddour 2021; Parida et Prasanna 2021). Chaque auteur a ainsi sa propre compréhension du concept (Reisdorfer-Leite et al. 2020) et il existe une incohérence sur les concepts et les relations clés qui peuvent définir une start-up (Ehsan 2021).

(Cichosz 2021) et (Skala 2019) soutiennent que les chercheurs identifient les start-up comme des entreprises débutantes qui entrent sur le marché avec des ressources limitées et avec peu d'expérience commerciale. D'autre part, elles sont perçues par les entrepreneurs et les investisseurs comme des entreprises technologiques hautement innovantes, ambitieuses et dynamiques. Ce dernier constat est conforme aux conclusions empiriques de (Cockayne 2019) qui indiquent que les acteurs économiques définissent les start-up en faisant référence à l'un des volets suivants : la taille de l'entreprise et la durée d'activité, la croissance et l'absence de produit, l'informalité de la structure, la pénibilité du travail et la recherche de capitaux.

Malgré que le terme ait pris de l'importance en tant que moteur de la croissance économique dans le monde, il n'existe pas un consensus académique sur les significations réelles, sur l'étendue et les limites de couverture du concept (Baimai 2017).

Plusieurs raisons peuvent expliquer ce manque de consensus entre les auteurs dans la définition de la start-up. Pour (Djekidel, Doua, et Merrad 2021) le problème vient du terme même qui est ambigu. En effet start-up signifie démarrer, autrement dit l'entité est considérée en création mais dans la pratique, elle est essentiellement rattachée à une entreprise innovante. De son côté (Cockayne 2019) souligne que le cœur de la confusion qui entoure la définition de la start-up est son association à des entreprises idéales telles que Facebook ou Microsoft qui ne sont plus des start-up. Selon cet auteur, par cette idéalisation les gens associent la start-up à la positivité et au succès et se refusent à considérer l'insécurité chronique, les bas salaires, les longues heures de travail et les autres problèmes que le mythe start-up dissimule. Enfin, (Baldrige et Curry 2021) indiquent que les différences de revenus, de bénéfices, du nombre d'employés entre ces entreprises font qu'il n'existe pas de règle spécifique pour définir une start-up.

⁹ (Bystrova et al 2014) indiquent que les chercheurs qui ont tenu compte de l'âge dans leur définition ne se sont pas entendus sur l'âge minimum et maximum que doit avoir la start-up.

Pour (Skala 2019) une telle divergence entrave le dialogue entre la théorie et la pratique, ce qui crée un chaos conceptuel et signifie que la recherche sur les start-up générera des résultats ambigus et incomparables, ainsi qu'une dégradation de la qualité des travaux empiriques sur les start-up selon les propos de (Luger et Koo 2005).

Une bonne définition du concept start-up pourrait selon les indications de (Magalhães 2019) augmenter le pourcentage de start-up financées car elle minimiserait le temps perdu à analyser les entreprises étant donné qu'avec des informations spécifiques certaines se démarqueraient de la moyenne et susciteraient l'intérêt des investisseurs, alors que d'autres ne postuleraient pas à ces programmes en raison du manque d'exigences. Une bonne définition pourrait également faire élever le terme au rang de concept. En effet, selon (Cockayne 2019) la start-up n'est pas un concept, car elle n'est pas définie d'une manière spécifique et technique.

1.2.2. Une revue de la littérature sur les définitions de la start-up

Le terme start-up existe depuis un certain temps maintenant (Cockayne 2019) et est devenu très répandu et influant (Kasych et Amelyaniuk 2020). Toutefois il y a toujours des doutes et des questions sans réponses à son sujet (Kasych et Amelyaniuk 2020). Parmi ces questions qu'est-ce qu'une start-up ? Doit-elle être définie par une mesure de l'innovation ? Ou devrait-elle être définie par sa taille ou par la culture et l'état d'esprit ? L'étude empirique de (Magalhães 2019) sur 187 articles issus de la littérature anglophone a indiqué que peu d'auteurs se risquent à définir la start-up ou supposent-ils que dans ce monde moderne le terme est déjà bien connu ? Ainsi bien que le mot ne soit pas si nouveau que cela, il n'est toujours pas bien défini.

Notre revue de littérature montre que la recherche portant sur la définition de la start-up émane de trois communautés principales: les universitaires, les professionnels et les entrepreneurs et enfin les gouvernements. Les points ci-dessous mettent en évidence les définitions de ces acteurs.

1.2.2.1. Les définitions émanant de la communauté académique

Dans leur article fondateur sur la définition de la start-up, (Luger et Koo 2005, 18) ont proposé une définition qui s'applique à tous les articles qu'ils ont examinés à savoir qu'une start-up est nouvelle, active et indépendante. En tenant compte de ces trois critères, ils ont indiqué qu'une start-up « *est une entité commerciale qui n'existait pas auparavant, qui commence à embaucher au moins un employé rémunéré pendant la période donnée et qui*

n'est ni une filiale, ni une succursale d'une entreprise existante ». Cette définition ne concorde pas avec celle de (Zimmerman et Zeitz 2002) qui ont remis en cause le critère d'indépendance.

Dans leur recherche d'une définition à la start-up, (Bystrova et Shirokova 2014, 71) se sont inspirés de l'approche de (Luger et Koo 2005) en mettant en avant une définition qui rassemble les différentes voies qu'ils ont recensées dans la littérature à savoir : Jeune, aux premiers stades du cycle de vie et une approche mixte combinant les deux courants. Ils ont donc soutenu que la start-up « *est une organisation âgée de 1 à 8 ans, qui est au premier stade de développement, de la production ou de la vente de biens ou de services afin de répondre aux besoins existants du marché dans un but lucratif pour son développement et sa croissance* ».

De son côté (Ehsan 2021) soutient que les définitions employées par les chercheurs ont évolué au fil du temps, dans le sens où les premières définitions d'avant l'an 2000 se sont focalisées sur la nouveauté de la start-up alors que celles d'après l'an 2000 ont mis en évidence la dimension innovante de la start-up. Une telle évolution reflète les exigences du marché actuel qui incite à introduire un produit dans les dernières technologies et avec un avantage majeur (Ehsan 2021). Ces conclusions de (Ehsan 2021) concordent avec les résultats de notre revue de la littérature qui montrent que ces définitions intègrent les deux dimensions précédemment citées ainsi qu'une approche de définition mixte. Par ailleurs, contrairement à (Ehsan 2021) nous avons recensé des articles d'après l'an 2000 qui continuent à utiliser la nouveauté comme critère de définition.

Afin de mettre en évidence les résultats de notre revue de la littérature et dans un objectif de clarté nous avons décidé de les présenter sous la forme d'un tableau.

Tableau N°1: Définitions de la start-up qui s'appuient sur la dimension de la nouveauté.

Chercheur(s)	Définition
(Keeble 1976)	Une start-up est la création d'une entreprise entièrement nouvelle qui n'existait pas auparavant en tant qu'organisation.
(Hart et Gudgin 1994)	Une nouvelle entreprise qui a commencé à produire pour la première fois.
(John Freeman, Carroll, et Hannan 1983)	Sont des entreprises liées par leur responsabilité de la nouveauté et de la petitesse.
(N. Carter, Gartner, et Reynolds 1996)	Est une entreprise nouvellement créée, sans antécédents d'exploitation.

(Glinka et Pasieczny 2015)	Une start-up est une jeune entreprise.
(Kasych et Amelyaniuk 2020)	Est une nouvelle entreprise au stade initial de son développement.
(Montani, Gervasio, et Pulcini 2020)	Nouvelles entreprises qui sont lancées à partir de zéro.
(Birley et Westhead 1994)	Petite entreprise nouvelle et indépendante créée par des individus pour travailler à leur compte.
(Cornelis 2018)	Est une entreprise nouvellement créée ou en phase de développement et d'étude de marché.

Source : définitions extraites des principaux articles lus.

Si ces chercheurs utilisent la nouveauté comme critère de distinction de la start-up, d'autres se basent sur son caractère innovant. Le tableau n°2 fournit une illustration des auteurs et des définitions s'appuyant sur ce critère.

Tableau N°2: Définitions de la start-up qui s'appuient sur la dimension de l'innovation.

Chercheur(s)	Définition
(Djekidel, Doua, et Merrad 2021)	Les start-up sont des entreprises innovantes dont l'activité consiste en principe à trouver un modèle économique ou un concept qui vont leur permettre de gagner de l'argent dès que l'idée est totalement matérialisée.
(C. M. Christensen et Raynor 2013; Salamzadeh et Kawamorita 2015)	Sont des organisations qui conçoivent des innovations de rupture qui à long terme peuvent changer les paradigmes du marché.
(Nguyen-Duc, Kemell, et Abrahamsson 2021)	Entreprise très réactive et en évolution rapide, axée sur l'innovation et manquant de ressources, travaillant dans l'incertitude et sous pression temporelle.
(Hurel 1999)	Entreprise créée après 1995, innovante soit par son secteur d'activité, soit par ses méthodes de commercialisation ou son mode de développement et connaissant une croissance rapide en matière de chiffre d'affaires (CA) et de capital.
(Gaujard 2004)	Fait référence aux entreprises qui ont exploité une combinaison de deux facteurs (innovation et les avancées en matière de technologie

	de l'information et de la communication(TIC)) pour créer des besoins nouveaux auprès des consommateurs.
(Burton, Sørensen, et Beckman 2002)	Entreprise qui cherche à gagner une course technologique dans une nouvelle niche. Ces entreprises tentent d'acquérir des avantages concurrentiels en étant les premières à développer et à exploiter de nouvelles technologies jusqu'alors non éprouvées.
(Salamzadeh et Kawamorita 2017)	Sont des entreprises créées pour tester des modèles commerciaux développés autour de nouvelles idées.
(Bachher et Guild 1996)	Entreprises qui ont l'intention de commercialiser une technologie pour la première fois.

Source : définitions extraites des principaux articles lus.

Cet ensemble de définitions s'appuie exclusivement sur la dimension innovante de la start-up, Le tableau n°3 comprend à la fois des définitions axées sur la nouveauté et sur l'innovation.

Tableau N°3: Définitions de la start-up qui s'appuient sur une approche mixte.

Chercheur(s)	Définition
(Salamzadeh et Kawamorita 2015)	Entreprises nouvellement créées qui luttent pour exister. Ces entités sont le plus souvent formées sur la base d'idées brillantes.
(Herte 2017)	Est une entreprise innovante, nouvellement créée, ayant une durée de vie de 2 ans maximum et un maximum de 10 employés.
(Krejčí, Strielkowski, et Cabelkova 2015)	Entreprise nouvelle et temporaire dont le modèle économique est basé sur l'innovation et la technologie. En outre, ces entreprises ont un potentiel de croissance rapide et sont évolutives.
(Ehsan 2021)	Entreprise qui se développe rapidement grâce à son innovation en termes de produits/services. Le statut de start-up dépend de l'âge d'incorporation de l'entreprise selon la réglementation du pays.
(Baghli et Tabet Aoual 2021)	Est une PME de création récente, basée sur un produit innovant, très évolutif et risqué avec une croissance rapide financée par des capitaux intensifs pour une mise en œuvre globale.
(Dubocage et Rivaud-Danset 2006)	Ce mot est employé pour désigner les entreprises en phase de démarrage et de développement mais aussi les entreprises

	innovantes de haute technologie.
(Parida et Prasanna 2021)	Nouvelle entreprise qui cherche à innover ou à développer des technologies avec l'aide des partenaires ou en s'autofinançant.

Source : définitions extraites des principaux articles lus.

Le prochain point met en évidence un ensemble de définitions de la start-up émanant de la communauté non académique.

1.2.2.2. Les définitions émanant de la communauté non académique

Dans ce registre, des auteurs tels que (Cichosz 2021; Kasych et Amelyaniuk 2020) sont unanimes et soutiennent que la définition la plus répandue est celle développée par Steve Blank; célèbre entrepreneur et auteur américain. Il définit la start-up comme « *une organisation temporaire formée pour rechercher un modèle économique reproductible et évolutif* ».

Cette définition de Blank ne contient aucun élément technologique, cependant (Skala 2019) remarque que les aspects technologiques apparaissent implicitement car l'évolutivité du modèle d'entreprise peut être réalisée principalement grâce à l'automatisation des tâches importantes. Dans leur article (Oliveira et Zotes 2018) fournissent l'analyse suivante des mots clés de la définition précédemment citée.

- **Modèle économique** : forme par laquelle les start-up cherchent à produire de la valeur pour les clients et à transformer cette valeur générée en revenus pour l'entreprise.
- **Reproductible** : consiste pour une start-up à produire son produit ou service d'une manière continue de façon à répondre aux exigences des clients.
- **Évolutif** : il s'agit de la capacité à prendre de l'ampleur et à se développer de telle sorte que les coûts d'exploitation évoluent moins vite que les revenus.

Une autre définition émanant de la communauté non académique et qui a fait l'objet d'une large diffusion est celle de Eric Ries également entrepreneur américain et rédacteur du best-seller "The lean start-up", livre dans lequel il expose sa théorie du même nom¹⁰. Pour cet auteur, la start-up est « *une institution humaine conçue pour créer un nouveau produit ou un service dans des conditions d'extrême incertitude* ». Cette définition met l'accent sur l'environnement incertain où évolue la start-up et sur la coordination interne qui y règne en

¹⁰ Cette théorie est une méthodologie pour le développement et la validation de l'idée commerciale de la start-up. Ce processus s'exécute dans des conditions d'interaction continue avec les consommateurs (Tripathi et Oivo 2020).

vue de développer un produit ou un service qui permettra d'élever la start-up au rang d'entreprise établie.

La dernière définition émane du magazine économique américain « Forbes » qui considère la start-up comme « *une entreprise qui s'efforce de résoudre un problème où la solution n'est pas évidente et le succès n'est pas garanti* ». Ici aussi l'accent sur l'environnement incertain est très prononcé.

Ainsi contrairement à la littérature académique, ici l'accent est mis sur des concepts tels que l'incertitude, la nécessité de développer un modèle économique reproductible et évolutif.

1.2.2.3. Les définitions émanant des gouvernements

Dans leur établissement d'un cadre réglementaire pour régir la start-up, les gouvernements ont également défini cette dernière. Ainsi pour l'administration des petites entreprises aux États-Unis, la start-up est « *une entreprise qui est généralement orientée vers la technologie et qui a un fort potentiel de développement* » (Shvets 2018, 3). De son côté, le ministère du Commerce et de l'Industrie de l'Inde indique que « *toute entreprise est une start-up pendant les dix premières années suivant son enregistrement. L'essence du marché de ces entreprises peut être liée à l'innovation ou aux solutions technologiques ou à un modèle d'entreprise flexible pouvant générer un grand nombre d'emplois* » (Parida et Prasanna 2021, 2). En France, selon (Marty 2002) le ministère de l'économie et des finances a rebaptisé ces entreprises les jeunes pousses de la nouvelle économie. Il insiste par là sur le fait qu'elles viennent à peine d'être créées. Au niveau de la communauté francophone, l'Office québécois de la langue française leur a assigné une définition plus complète en indiquant « *qu'il s'agit d'entreprises innovantes et dynamiques lancées depuis peu et qui sont promises à une croissance rapide* » (de SAINT-EXUPÉRY 2018, 180).

Dans son article, (Ehsan 2021) a mis en évidence la définition de "L'european startup monitor"¹¹ qui définit la start-up selon trois critères : établie depuis moins de 10 ans, la technologie innovante et/ou la nouveauté de l'activité. (Kopera et al. 2018, 24) ont repris la définition de la Commission européenne de 2016 qui indique que « *les start-up combinent en général une croissance rapide, une forte dépendance à l'égard de l'innovation du produit, des processus et du financement, ainsi qu'une attention extrême aux nouveaux développements*

¹¹ Est une initiative de la commission européenne ayant pour but d'améliorer la situation des start-up. Cette initiative est une enquête menée annuellement afin de donner une voix aux managers des start-up en Europe pour contribuer de manière active au développement d'un écosystème favorable. **Source** : <https://www.cc.lu/actualites/detail/european-startup-monitor-survey-2019/> (consulté le 4 septembre 2020).

technologiques et une utilisation extensive des modèles commerciaux innovants et souvent des plateformes collaboratives ».

Au Maghreb, la Tunisie fut la première à mettre en place un cadre réglementaire visant à régir la start-up (Makhlouf et Chihani 2021). Il l'a ainsi défini à travers la loi n° 2018-20 du 17 avril 2018 relative aux startups comme « *une société commerciale constituée conformément au droit commercial et ayant obtenu le label start-up qui atteste de sa conformité aux conditions de ladite loi* ». Cette loi stipule par ailleurs que la start-up doit être de constitution récente et être caractérisée par l'innovation. Parmi les conditions imposées à l'obtention d'un label start-up en Tunisie on retrouve :

- L'âge qui ne doit pas dépasser 8 ans;
- L'activité de la start-up doit contribuer à la croissance économique;
- Le nombre de salariés ne doit pas dépasser 100;
- les actifs ne doivent pas dépasser les 15 millions de dinars tunisien (DT);
- le CA ne doit pas dépasser les 15 millions de DT;
- Plus des 2/3 de ses Fonds Propres (FP) doivent être détenus par des personnes physiques;
- Son modèle économique doit se baser sur la nouveauté en particulier de la technologie.

De son côté, l'Algérie à travers son nouveau président de la République a fait des start-up la pierre angulaire de son programme économique. Cela s'est traduit par la création d'un ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance, dirigé par Yassine DJERIDENE. Ce ministre a deux ministres délégués¹², parmi eux Yassine El Mahdi OUALID qui est chargé des start-up.

Ce dernier a promu un ensemble de textes réglementaires afin de régir ces entreprises en Algérie. Parmi ces textes figure le décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020 portant création du comité national de labellisation des start-up, des projets innovants et des incubateurs et fixant ses missions, sa composition et son fonctionnement. Dans l'article 11 de ce décret, il est dit qu'une start-up est chaque société de droit algérien respectant les critères suivants :

- La société ne doit pas exister depuis plus de 8 ans;

¹² Un ministre délégué est un ministre dans un gouvernement chargé souvent d'un domaine ou d'un dossier précis au sein d'un ministère. Il est placé sous l'autorité d'un ministre ou sous celle du premier ministre. (Wikipédia.org) (consulté le 5 septembre 2021)

- Le modèle d'affaires de la société doit s'appuyer sur des produits, des services, les business model ou tout autre concept innovant¹³;
- Le CA annuel ne doit pas dépasser le montant fixé par le comité national;
- le capital social doit être détenu à au moins 50% par des personnes physiques, des fonds d'investissements agréés ou par d'autres sociétés disposant du label start-up;
- Le potentiel de croissance de la société doit être suffisamment grand;
- La société ne doit pas avoir plus de 250 employés.

On remarque donc que le législateur algérien s'est beaucoup inspiré de son homologue tunisien dans la définition de la start-up. Comme ce dernier, il a tenu à rattacher le statut start-up à l'obtention d'un label.

Dans la définition attribuée à la start-up en Algérie, on remarque que les principaux mots clés relevés dans les définitions de la revue de la littérature académique et non académique y figurent (nouveau, innovation, potentiel de croissance).

Cette définition correspond à l'idée que le ministre délégué auprès des start-up se faisait de ces entreprises qu'il a définies lors d'un entretien¹⁴ accordé au journal électronique "Tout Sur l'Algérie (TSA)" le 16 février 2020 comme : « *des entreprises dont le business model s'articule autour d'une idée **innovante**. C'est des entreprises qui dès les premiers jours de leur existence se comportent comme une grande entreprise, avec un produit qui est **innovant** et qui peut s'adresser à un marché. Une start-up est généralement une **petite entreprise** avec une croissance à la verticale. Après, on a différentes définitions selon les pays et les personnes, mais les critères les plus importants restent **l'innovation** et **l'évolutivité**, à savoir la possibilité de faire grandir la taille du marché à volonté* ».

Puisque cette thèse s'inscrit dans le cadre du contexte algérien, nous avons décidé de retenir comme base de définition de la start-up celle apportée par l'article 11 du décret exécutif n°20-254 ainsi que celle formulée par le ministre délégué auprès des start-up lors de son entretien accordé au journal TSA.

¹³ En ce qui concerne le caractère innovant de la start-up, un communiqué publié par le ministère des start-up sur sa page Facebook indique que ce caractère peut être démontré soit par un prototype, soit par l'affectation d'au moins 15% des dépenses à la Recherche & Développement (R&D) ou par la détention d'un brevet d'invention. Enfin, si la moitié de l'équipe fondatrice possède un diplôme de doctorat, cela suffit pour démontrer le caractère innovant du produit ou service.

¹⁴ Entretien disponible sur : <https://www.tsa-algerie.com/exclusif-yacine-oualid-detaille-son-projet-pour-booster-les-startup-en-algerie/> (consulté le 9 septembre 2021).

Dans cette thèse, lorsque l'on abordera la start-up il arrivera qu'on la désigne ou la confonde avec l'entrepreneur ou l'entreprise.

1.2.2.4. Justificatif à la confusion de la start-up avec l'entreprise et l'entrepreneur

Une telle confusion est conforme à la littérature. (Cockayne 2019) a indiqué qu'une entreprise est une catégorie dont la start-up est un sous-ensemble. Cette dernière peut donc être considérée ou qualifiée d'entreprise. (de SAINT-EXUPÉRY 2018) souligne qu'une start-up est une entreprise, mais elle est plus qu'une simple entité. Il s'agit là d'une manière utilisée par cet auteur pour nous rappeler que la start-up est une entreprise innovante avec une culture et des contraintes propres. Nous sommes pleinement d'accord avec cette vision de (de SAINT-EXUPÉRY 2018).

Il y a lieu de souligner également que la confusion avec le concept d'entreprise n'est pas rare puisqu'elle a été rapportée dans bon nombre de définitions mises en avant précédemment telles que celle du ministre délégué auprès des start-up, celle de l'Office québécois de la langue française, du ministère du commerce et de l'industrie de l'Inde, du magazine Forbes, de celles de (Dubocage et Rivaud-Danset 2006; Baghli et Tabet Aoual 2021; Ehsan 2021; Burton, Sørensen, et Beckman 2002)...

Par ailleurs, la confusion avec le concept de l'entrepreneur a été justifiée par (Kasych et Amelyaniuk 2020) en indiquant que ce dernier est activement impliqué dans la start-up en cherchant à attirer des investissements pour réaliser son idée et en faisant de sa priorité principale la gestion de la start-up. De son côté, Schumpeter réalise l'importance de l'entrepreneur en soulignant que l'innovation n'a pas d'impact économique majeur si elle n'est pas mise en œuvre par ce dernier (Magalhães 2019).

Après avoir défini la start-up, il s'avère utile de mettre en évidence le contexte de son émergence.

1.3. Origine de la start-up

Comme pour la définition de la start-up où très peu d'auteurs se sont lancés dans la formulation d'une définition (Magalhães 2019), la question de l'émergence de la start-up a été très peu abordée dans la littérature universitaire.

Un certain nombre d'auteurs associent l'émergence et la popularisation de la start-up aux années 1980¹⁵. Pour (Oliveira et Zotes 2018) l'expansion des start-up s'est faite avec la montée de l'internet au début des années 90. Avant ce terme n'était utilisé qu'aux États-Unis, où il a été popularisé avec l'émergence des premières SCR après la deuxième guerre mondiale (atamnia et belabed 2021). (Cockayne 2019) soutient qu'avant les années 80, le terme était cantonné à la désignation des premières étapes de l'activité de l'entreprise, toutefois il a évolué depuis, tant en termes d'applicabilité de sa signification qu'en termes de contextes géographiques auxquels il s'applique (Cockayne 2019). Dans cette évolution, (Oliveira et Zotes 2018) soutiennent que l'expansion de l'internet a été un allié de taille.

Pour (Bhidé 1999), le retard dans la montée en puissance des start-up s'explique par la suprématie des grandes entreprises dans les années 50. Il a mis en évidence les arguments de Galbraith, qui indiquent que les 500 plus grandes entreprises aux États-Unis produisaient près de la moitié des biens et services disponibles dans ce pays et ceux de Schumpeter qui suggèrent qu'une telle montée de la grande entreprise a étouffé l'énergie innovante de l'entrepreneur individuel. (Bhidé 1999) explique que la remise en cause de la suprématie de la grande entreprise¹⁶ a été à l'origine du dynamisme¹⁷ des start-up et de leur montée en puissance. Cette remise en cause s'est faite à partir des années 70 avec le dépôt de bilan d'un ensemble d'entreprises aux États-Unis et les plans de sauvetage engagés par le gouvernement fédéral.

(Bhidé 1999) a conclu son analyse sur l'émergence des start-up en mettant en évidence les propos de Chandler qui indiquent que le capitalisme managérial n'a pas éliminé le capitalisme entrepreneurial.

Afin d'illustrer plus en détail l'émergence des start-up, nous reprendrons ci-dessous les discussions de (Gaujard 2008a) et de (Magalhães 2019) qui ont utilisé respectivement l'idéal-type et les outils fournis par Google pour cerner la montée des start-up.

¹⁵ Dans la littérature française, cette apparition est plus tardive. (Gaujard 2008b) indique que l'émergence des start-up remonte à la fin des années 90.

¹⁶ Cette suprématie se reflète dans les propos de Galbraith qui indiquent que ces firmes ne perdent pas de l'argent, il met en évidence la récession économique de 1957 où aucune de ces firmes n'a échoué à générer des bénéfices.

¹⁷ Un tel dynamisme a été illustré par (Bhidé 1999) par la nette augmentation de la demande de cours d'entrepreneuriat au niveau de la Harvard Business School.

1.3.1. Histoire de la start-up à partir de l'idéal-type organisationnel

Max Weber dans sa volonté de comprendre les organisations a mis en place un outil baptisé, l'idéal-type. Cet outil ne reflète pas la réalité mais facilite son analyse en accentuant certains traits (Gaujard 2004). Autrement dit, c'est une construction stylisée d'une réalité dont l'observateur a isolé les traits les plus significatifs afin de réduire sa complexité.

Weber définit l'idéal-type comme « *un concept purement idéal, auquel on mesure la réalité pour clarifier le contenu empirique de certains de ses éléments importants et avec lesquels on la compare. Il est un tableau de pensée, il n'est pas la réalité historique, ni surtout la réalité authentique, il sert encore moins de schéma dans lequel on pourrait ordonner la réalité à titre d'exemplaire* » (Gaujard 2008, 166).

À partir de cette définition, (Gaujard 2008a) a mis en exergue les avantages suivants de l'idéaltype :

- Permet de maîtriser la complexité inhérente à un phénomène;
- Permet de mieux décrire et mesurer une réalité complexe sans s'enfermer dans un corpus de lois inadaptées;
- Permet de faire sortir les traits saillants d'un phénomène.

(Gaujard 2004) a observé l'histoire des organisations et a fait ressortir trois grands paradigmes qui reflètent l'évolution des organisations. Tout d'abord, le courant tayloriste, basé sur la mécanisation des tâches. Ensuite un courant venu d'outre-Atlantique, incarné par le système du management par objectif. Ces deux premiers courants ont été distingués respectivement par les types organisationnels X et Y en référence à la théorie du même nom de Douglas Mc Gregor en 1974. Enfin, dans les années 80, un courant venu du Japon marqué par la qualité. (Gaujard 2004) le distinguait par le type organisationnel Z en référence à la théorie du même nom de William Ouchi en 1981. (Gaujard 2004) parle également d'un nouveau courant dont l'origine remonte aux années 90 et qu'il a désigné en faisant référence au type organisationnel L.

1.3.1.1. Le type organisationnel X (fin du 19^{ème} siècle, début du 20^{ème} siècle)

(Gaujard 2008a) stipule que ce type organisationnel a pris forme dans un contexte marqué par les premières révolutions industrielles (machine à vapeur, moteurs) génératrices d'innovation qu'ont su exploiter des entrepreneurs. Ces avancées ont permis de développer la mécanisation et la machinisation. De ce contexte découle une logique managériale fondée sur une organisation mécaniste structurée d'une manière à obtenir les meilleurs résultats

possibles: une main-d'œuvre abondante mais sans aucune compétence d'un côté et des possibilités offertes par la mécanisation de l'autre.

La main-d'œuvre était chargée d'effectuer des tâches simples et répétitives. Un système de hiérarchie était associé au type X afin de contrôler la mise en œuvre des méthodes standardisées de production. Pour (Gaujard 2008a) ce type organisationnel prend racine dans les fondements de trois principaux auteurs qui ont dominé la pensée managériale de l'époque à savoir : Taylor, Weber et Fayol.

1.3.1.2. Le type organisationnel Y (Début des 30 glorieuses - fin des années 70)

(Gaujard 2008a) indique que les limites du type X (démotivation des salariés, absentéisme...) ont été à l'origine de l'émergence du type Y. Il a été initié par Mc Gregor et plus largement par les théoriciens de l'école des relations humaines. Le type Y est organisé autour de la motivation de l'homme au travail comme deuxième moteur de productivité à côté de la mécanisation. Cette motivation prend la forme d'une direction par objectif. Dans le type Y, l'homme peut se diriger lui-même, par conséquent s'il est démotivé, la faute incombe plus aux méthodes managériales (Gaujard 2004).

1.3.1.3. Le type organisationnel Z (Début des années 80 - fin des années 80)

Pour (Gaujard 2008a), l'apparition de ce type est associée à la fin de la croissance exceptionnelle qui a accompagné la période des 30 glorieuses et à l'apparition d'une nouvelle ère dont les composantes principales sont la stagnation des marchés, la surproduction, l'hyper concurrence, et l'hyper segmentation des marchés. Cette ère a également été caractérisée par la contraction de la demande des entreprises, ce qui a conduit à mettre en place une nouvelle philosophie dont les composantes principales sont « coût, qualité, délais » qui caractérisent le type Z (Gaujard 2008a).

La composante coût renvoie à la nécessité de réduire les prix de revient afin de restaurer la marge qui ne peut plus s'obtenir par l'augmentation des prix et des volumes sur le marché.

La composante qualité soulève la problématique du maintien de la qualité sans impacter le prix de revient.

Enfin, le composant délais impose des défis en matière du maintien d'échéances de production et de livraison raisonnables et qui n'impacteraient pas la marge de l'entreprise.

1.3.1.4. Le type organisationnel L (début des années 90 à nos jours)

(Gaujard 2008a) a associé aux cinq grandes ruptures¹⁸ qui ont marqué l'époque actuelle et qui ont été citées par (D. Cohen 2006) l'émergence d'un nouvel idéaltype organisationnel baptisé L qui s'articule autour du ludisme sous toutes ses formes : pari, défi, challenge mais aussi au sens du divertissement, de la récréation, du loisir, de la distraction et de l'aventure (Gaujard 2008a).

(Gaujard 2004) indique que ce nouveau paradigme semble s'inscrire autour des quatre dimensions atypiques de (Teece 1996) à savoir : une structure hiérarchique aplatie, un changement de culture fort, une spécialisation moyenne et une intégration moyenne. Il continue en soulignant que ce nouveau type organisationnel fait référence aux entreprises qui ont su exploiter une combinaison de deux facteurs (l'innovation et les avancées en matière de TIC) pour créer des besoins nouveaux auprès des consommateurs. Ces entreprises sont désignées selon (Gaujard 2004) par les termes Start-up, dotcom, entreprise du web 2.0¹⁹.

Le tableau ci-dessous établi par (Gaujard 2006) fournit une comparaison des 4 types organisationnels.

Tableau N°4: Comparaison entre les quatre types organisationnels : X, Y, Z, L.

Eléments de comparaison	Type X	Type Y	Type Z	Type L
Finalité et stratégie	Répondre à un marché existant	Conquérir des marchés existants	Améliorer la qualité	Innover pour créer des marchés inexistants
Marché et concurrence	Peu ou pas de concurrence	Concurrence multipliée	Concurrence saturée/ marché exigeant et sélectif selon des critères de qualité	Concurrence surprise
Management	Scientifique	Opportuniste	Participatif	Ludique
Structure	Linéaire	Divisionnelle	Matricielle	Organique
Procédures	Explicites,	Formelles et	Implicite,	Peu explicite,

¹⁸ L'innovation technologique, la révolution financière, les transformations des marchés de l'organisation du travail, l'individualisme contemporain et la mondialisation des échanges.

¹⁹ Selon (Gaujard 2008b), il s'agit d'un concept formulé par Dale DOUGHERTY de la société O'REILLY MEDIA.

	selon des règles clairement définies. Promotion par l'ancienneté.	explicites. Prise de décision individuelle. Promotion rapide.	décision par consensus. Promotion lente.	promotion rapide par potentiel.
Culture	De l'obéissance	Du gain et de l'enrichissement	De la qualité et du devoir accompli	Du défi, du pari et du challenge
Besoins des individus	Primaires : manger, s'habiller	Besoin d'enrichissement	Besoin d'appartenance	D'accomplissement et de reconnaissance

Source : Gaujard, Chrystelle. 2006. « Comment comprendre la nouvelle structure d'entreprise l'impact des technologies de l'information sur les principes organisationnels ». *Working Papers*, n° 135. p.21.

Ce tableau montre donc que les types organisationnels étaient caractérisés par des procédures rigides et un management scientifique, une culture de l'obéissance et un marché caractérisé par une faible concurrence et ont évolué vers des types aux procédures plus souples et avec un marché caractérisé par une hyper concurrence où la survie et la croissance sont déterminées par l'innovation.

Le recours à la logique de l'idéal-type de (Gaujard 2008a) retrace un processus d'émergence de la start-up semblable à celui indiqué par (Bhidé 1999). En effet, c'est les limites des types organisationnels X, Y et Z qui sont à l'origine de l'apparition du type L.

Le prochain point essayera de retracer la montée des start-up à partir des outils sophistiqués fournis par le moteur de recherche Google.

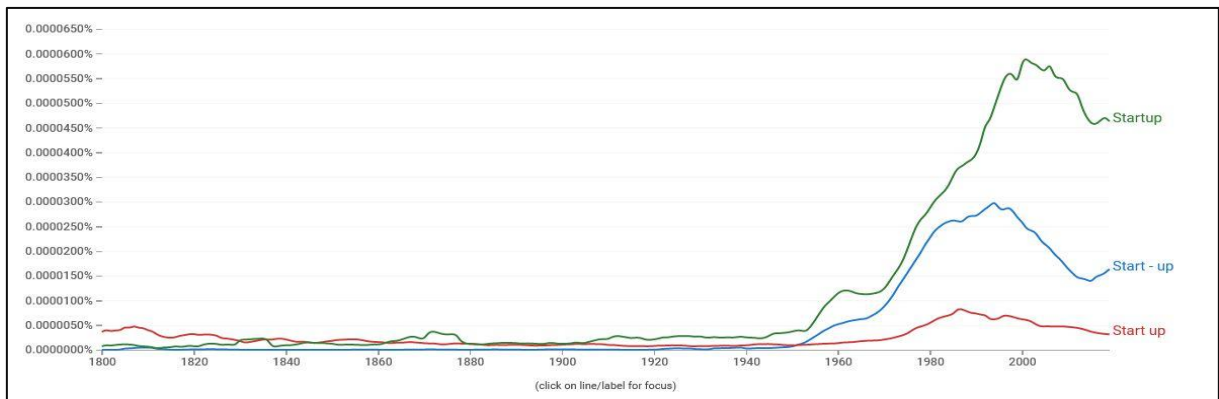
1.3.2. Reconstitution des conditions de l'émergence de la start-up à partir des outils fournis par le moteur de recherche Google

(Magalhães 2019) a eu recours à une démarche originale pour retracer l'émergence des start-up en s'appuyant d'une part sur l'outil "Google Books Ngram Viewer" - qui permet de visualiser graphiquement comment sur une période donnée, des mots clés ou des phrases sont apparus dans le corpus des livres - et d'autre part sur "Google Trends"- qui permet d'évaluer la popularité d'un mot à partir des recherches effectuées par la population en général -.

1.3.2.1. Résultats obtenus suite au recours à "Google Books Ngram Viewer"

Le recours à cet outil nous a permis d'obtenir un aperçu sur l'apparition des mots : Start-up, Startup et Start up dans le corpus des livres et ce sur la période 1800-2019. Le graphique ci-dessous indique les résultats obtenus.

Graphique N°3 : Visualisation graphique des mots-clés : Start-up, Startup et Start up dans le corpus des livres. Période 1800-2019.



Source : <https://books.google.com/ngrams> (consulté le 5 septembre 2021).

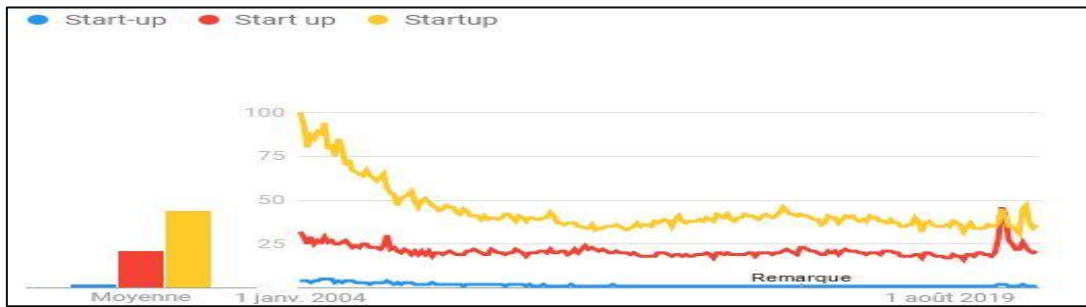
Le graphique montre une augmentation significative du référencement de ces termes à partir des années 50 jusqu'au début des années 2000. Pour (Magalhães 2019) une telle croissance a suivi celle de la révolution numérique qui s'est répandue à travers la généralisation de l'utilisation de l'ordinateur entre 1950 où son utilisation été cantonnée à un usage institutionnel et 1990 qui marque le début de la miniaturisation de la technologie et la vulgarisation d'internet au grand public. Ces propos de (Magalhães 2019) sont conformes à ceux de (Oliveira et Zotes 2018) qui lient l'émergence des start-up à la montée de l'internet.

La baisse qu'enregistre la courbe dans l'utilisation de ces termes a été rattachée par (Magalhães 2019) à l'impact de l'éclatement de la bulle internet et de la crise de 2008 sur l'écosystème start-up, notamment en termes de difficultés à mobiliser des capitaux.

1.3.2.2. Résultats obtenus suite au recours à l'outil "Google trends"

Les mêmes termes ont été utilisés dans l'outil Google trends, cette fois-ci sur la période 2004-2019. Le graphique ci-dessous montre les résultats obtenus.

Graphique N°4: Popularité des mots-clés : Start-up, Startup et Start up dans les tendances de recherche du moteur Google. Période 2004-2019.



Source: Google trends (consulté le 5 septembre 2021).

Si l'outil Google trends ne peut pas fournir des résultats sur les tendances de recherche du terme avant 2004, le dictionnaire Merriam Webster 2018 indique que la première utilisation connue du terme "start-up" date de 1845, où il désignait l'acte ou l'instance de mise en opération ou en mouvement (Magalhães 2019).

La courbe montre que les recherches du terme ont connu leur apogée en 2004 et ont subi une baisse significative à partir de ce moment-là avant de connaître une tendance haussière à partir de la fin 2019.

Si Google Trends est limité dans les résultats qu'il fournit, le recours à l'outil "Google Books Ngram Viewer" montre un schéma de développement des start-up similaires à celui suggéré par (Bhidé 1999) et l'idéal-type de (Gaujard 2008a).

Après avoir mis en évidence le schéma d'émergence de la start-up, il s'avère utile de s'intéresser aux spécificités de cette dernière.

1.4. Les spécificités de la start-up

Bien que les définitions précédemment mentionnées aient mis en avant quelques caractéristiques de la start-up (nouveau, innovation, incertitude, risque...), ce point a pour objectif de les explorer plus en avant.

La littérature académique a associé plusieurs spécificités à la start-up. Parmi ces spécificités, on retrouve l'incertitude, la responsabilité de la nouveauté et de la petitesse, l'innovation et l'orientation technologique, le manque de légitimité, les difficultés d'accès au financement, le caractère immatériel, la sous-estimation des risques, l'absence d'une offre de produit, la culture start-up. Certains de ces points sont exposés brièvement ci-dessous.

1.4.1. L'environnement incertain de fonctionnement

Plusieurs chercheurs ont fait référence au fonctionnement de la start-up dans des conditions incertaines (Kopera et al. 2018; Bhidé 1999; Bekaddour 2021; Hoenig et Henkel 2015). Pour (Hoenig et Henkel 2015), cette incertitude émane de l'absence d'antécédents chez les start-up.

(Alvarez et Barney 2005) ont indiqué que l'incertitude fait référence à un état où les résultats d'une décision d'investissement ne sont pas connus au moment où la décision est prise. Pour ces auteurs, prendre une décision d'investissement incertaine est analogue à un lancer de dé où le nombre de côtés du dé n'est pas connu lorsque celui-ci est lancé. (Alvarez et Barney 2005) distinguent donc entre une décision incertaine et une décision risquée où le résultat du lancement du dé n'est pas certain, mais où toute la gamme des résultats possibles de ce processus et de la probabilité de leur survenance sont connus à l'avance. Ainsi lorsque tous les résultats futurs possibles de l'exploitation d'une opportunité ainsi que leur probabilité de survenance sont connus, la décision est qualifiée de risquée. (Alvarez et Barney 2005) appellent donc la communauté universitaire à ne pas confondre entre ces deux concepts et à n'en référencer qu'un seul à la fois.

(Kopera et al. 2018) indiquent que le fonctionnement dans un environnement incertain implique une certaine flexibilité. Ce point de vue est partagé par (Bhidé 1999) qui suggère que les entrepreneurs qui créent des entreprises incertaines ont peu de raisons de consacrer beaucoup d'efforts à la planification et à la recherche préalable.

1.4.2. La responsabilité de la nouveauté

On doit ce concept à (Stinchcombe 1965) qui a indiqué que les nouvelles organisations sont confrontées à une constellation de problèmes liés à leur statut nouvellement fondé qui les rend particulièrement sujettes à l'échec. (Stinchcombe 1965) soutient que quatre problèmes principaux sont à l'origine de la responsabilité de la nouveauté à savoir : la création et l'apprentissage de nouveaux rôles, le coût associé au processus d'invention et d'apprentissage de ces rôles, la précarité des relations sociales dans ces organisations nouvelles et la difficulté pour ces dernières d'établir des relations avec d'autres organisations.

À ces quatre dimensions, (Claudia B. Schoonhoven 2015) ajoute une cinquième qui concerne les difficultés rencontrées par les nouvelles organisations qui s'engagent dans l'innovation. Dans ces entreprises, une incertitude subsiste et porte sur l'impossibilité de prévoir quand le premier prototype fonctionnel sera terminé et quand l'entreprise générera des recettes.

(Skaleckii et al. 2016) ont indiqué que le fait de surpasser cette responsabilité permet à une nouvelle entreprise d'obtenir la légitimité nécessaire pour devenir plus stable dans l'environnement de marché.

1.4.3. La responsabilité de la petitesse

Ce concept mis en évidence par (H. Aldrich et Auster 1986) a remis en cause le principe de la diminution de la responsabilité de la nouveauté et donc de la mortalité avec le vieillissement des organisations. Le passif de la petite taille entraîne donc un taux de mortalité élevé pour les petites organisations quel que soit leur âge.

Parmi les facteurs identifiés par (H. Aldrich et Auster 1986) et qui rendent la survie problématique pour les petites organisations on retrouve : les difficultés de financement, l'inadéquation des avantages fiscaux avec les petites entreprises, l'effet de la réglementation gouvernementale et les inégalités dans l'accès au capital humain.

1.4.4. L'innovation et l'orientation technologique

(Cichosz 2021) soutient que les start-up proposent des solutions innovantes de manière innovante. Il indique également que les start-up opèrent dans le secteur du numérique ou plus largement des entreprises technologiques.

Il est généralement admis que c'est dans les start-up que les innovations radicales sont créées (Bystrova et Shirokova 2014). (Alvarez et Barney 2001) associent cette capacité inventive aux motivations et incitations que fournit la rémunération par les stocks-options utilisées par les start-up et qui promet une grande richesse aux membres qui réussissent à introduire une nouvelle technologie.

(Shvets 2018) indique que la conséquence du processus d'innovation est la création de produits uniques. (Makhlouf et Chihani 2021) y ajoutent la réduction du coût de production du produit.

1.4.5. Le manque de légitimité

(Zimmerman et Zeitz 2002) indiquent que les nouvelles entreprises se trouvent dans une situation délicate car elle manque de légitimité. Ce manque de légitimité entraîne des difficultés pour mobiliser des ressources. Ces auteurs soutiennent que pour acquérir la légitimité, une nouvelle entreprise doit démontrer son intérêt en s'engageant dans les choses considérées comme légitimes, comme le respect des règles et des normes, la recherche d'approbations et l'engagement dans des réseaux.

1.4.6. Les difficultés associées à l'accès au financement

(Bhidé 1999) suggère que le manque du capital humain et l'absence de ressources matérielles empêchent la plupart des entrepreneurs de lever des fonds et les obligent à démarrer leur entreprise avec des fonds personnels modestes. (Cassar 2004) a montré empiriquement que la prédominance d'actifs immatériels est associée négativement à la mobilisation de fonds.

1.4.7. La sous-estimation des risques

(Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988) dans leur étude empirique sur le degré d'optimisme des entrepreneurs ont indiqué que ces derniers sont extrêmement optimistes quant à leurs perspectives de réussite et ce même lorsqu'ils ont un degré variable de préparation. Ceci les a amenés à dire que les entrepreneurs sont incapables d'évaluer objectivement leurs propres forces et faiblesses et les premiers progrès de leur entreprise. Un tel phénomène a été expliqué par (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988) en faisant référence à la littérature psychologique qui indique que les décideurs renforcent ou exagèrent l'attrait d'une option après qu'elle a été choisie.

En abordant ce phénomène (Douglas et Shepherd 2002) ont indiqué que les entrepreneurs semblent porter des « *lunettes roses* » qui donnent une lueur d'optimisme au projet et filtrent les risques qu'ils ne veulent pas voir.

1.4.8. La culture start-up

(Marty 2002) définit cette culture en référence à trois composantes principales à savoir la culture de l'innovation, qui suggère que la pression s'exerce plus sur les résultats que sur la méthode pour y arriver. La culture jeune et technologique se reflète dans l'adoption de tenues vestimentaires décontractées et la souplesse dans les emplois de temps et dans le développement d'un produit unique. Au cours de cette phase de développement et de la mise en place de l'innovation, des employés de différentes nationalités - *recrutés sur la base de critères d'autant plus subjectifs (ressenti et feeling), qu'objectifs (diplôme)* - forment une guilde²⁰ (Gaujard 2008a). Ces employés évoluent au sein d'une structure souple et réactive au sein de laquelle ils bénéficient d'une liberté d'expression agressive (juger, trancher, remettre en cause) dont le développement a été encouragé par l'absence de principes procéduraux (Gaujard 2008a).

²⁰ La guilde est une communauté constituée pour atteindre des objectifs communs à ses membres, elle aura pour mission de répondre aux attentes et intérêts de chaque membre (Gaujard 2008a).

Dans cette thèse, nous suggérons que ces spécificités de la start-up sont la source de l'asymétrie d'information²¹ qui caractérise ce type d'entreprise.

Au-delà d'être à l'origine de l'asymétrie d'information, ces spécificités sont la source principale de l'échec des start-up. (Roure et Maidique 1986) qualifient cet échec de dévastateur par rapport à celui des entreprises classiques. Le même argument a été avancé par (Venkataraman et al. 1990) qui l'incombent au manque de diversité dans les sources de revenus de la start-up. Cette cause d'échec est également revenue dans les résultats du rapport mis en évidence dans l'étude de (Kopera et al. 2018). Face au manque de ressources, (de SAINT-EXUPÉRY 2018) souligne que l'entrepreneur fait passer toutes les décisions qu'il prend à travers l'équation « *coût, temps, impact* » de façon consciente ou non. De leur côté, (Hoenig et Henkel 2015; Čalopa, Horvat, et Lalić 2014) associent cet échec à la difficulté de mettre en place un produit. Enfin, (Marty 2002) soulève le risque de délinquance qui peut résulter du climat de travail souple de la start-up.

Face aux caractéristiques communes que partagent les start-up et les petites entreprises (Kasych et Amelyaniuk 2020) : la petite taille, le stade de démarrage, la position instable sur le marché et le besoin d'investissement pour se développer. Il s'avère utile d'opérer une distinction entre elles.

1.5. Distinction entre la start-up et la petite entreprise

Dans notre examen de la littérature, nous avons recensé bon nombre de distinctions pertinentes. Ces dernières font l'objet d'une présentation dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°5: Principaux points de différence entre une start-up et une PME.

Éléments	Auteur(s)	Start-up	PME
Caractère innovant	(Shvets 2018)	Mise en œuvre de nouvelles idées	Nouvelles idées plus idées existantes
Sphère d'activité	(Shvets 2018)	Produits informatiques, produits innovants	Services, distribution, fabrication
Structure de production	(Shvets 2018; Marty 2002)	Inscription dans le court terme du fait des mutations rapides du marché de la	S'inscrit dans le long terme

²¹ Ce concept sera exposé plus en détail dans le chapitre 3.

		nouvelle économie	
Trajectoire d'un développement réussi	(Shvets 2018)	Transition vers une grande entreprise, vente, fusion ou introduction en bourse	Succès non attribué à la vente ou à la fusion
Taux de croissance	(Shvets 2018)	Haut	Pas élevé
Influence sur le marché	(Shvets 2018)	Essentielle	Insignifiante
Ambition de l'entrepreneur	(Marty 2002)	Être le premier à s'implanter sur un nouveau marché	Être le meilleur sur le marché
Étude de marché	(Marty 2002)	Non, car celui-ci n'existe pas, il s'agit de créer un besoin à ce niveau	Oui
Modèle développé	(Marty 2002)	En opposition avec ce qui se fait sur le marché	En interaction avec le marché
Type de pari	(Marty 2002)	Très élevé	Modéré
Financement	(Marty 2002; Shvets 2018)	BA, SCR, autofinancement et crowdfunding	Banque, autofinancement, BA
Organigramme	(Marty 2002)	Informel et évolutif	Formel et fixe
Liens	(Marty 2002)	Liens labiles qui se nouent et s'effilochent au fil du développement de l'entreprise.	Liens fonctionnels (imposés par la fonction qu'occupe l'individu)
Hierarchisation	(Marty 2002)	Faible nombre de niveaux hiérarchiques (fondateurs,	Existence de plusieurs niveaux hiérarchiques

		employés, stagiaires et travailleurs intérimaires)	
Infrastructure de soutien	(Shvets 2018)	Incubateurs, accélérateurs, technoparc	Centre d'affaires, incubateurs d'entreprises, fonds de soutien aux entreprises, agence d'information et de conseil
Échelle d'activité	(Shvets 2018)	Internationale	Locale ou régionale
Business model	(Djekidel, Doua, et Merrad 2021; Bekaddour 2021)	Organiser pour trouver un business model	Exécute et optimise un business model qui fonctionne
Politique de dividendes	(Hege 2001)	Non (même en cas d'un très bon résultat. Préférence pour le réinvestissement du bénéfice pour favoriser la croissance)	Oui

Source : établi à partir de l'examen des articles mis en évidence dans le tableau.

Ce tableau met en évidence 18 points de différence entre la start-up et la PME. Ainsi bien que certaines caractéristiques (taille, nouveauté, nombre de salariés) font que ces entreprises apparaissent comme étant très similaires, la littérature indique que c'est loin d'être le cas.

À travers cette section nous avons cherché à atténuer le flou qui entoure la start-up et certains concepts satellites à cette dernière. Nous nous sommes notamment positionnés quant à une orthographe et à une définition précise de la start-up, comme nous avons utilisé la littérature et divers outils pour retracer son schéma d'émergence, ses spécificités et les différences qui la distinguent de la PME. Dans la prochaine section, nous aborderons l'écosystème de la start-up où une importance particulière sera accordée à ces sources de financements.

Section 2 : Écosystème et sources de financement de la start-up

Dans cette section, nous procéderons d'abord à la présentation de l'écosystème de la start-up où les sources de financement constituent une composante importante.

2.1. Définition de l'écosystème de la start-up

(Bekaddour 2021) indique que dans le champ de l'entrepreneuriat, le terme a été introduit pour la première fois par (Valdez 1988), au moment où d'autres chercheurs ont développé d'autres concepts tels que l'environnement entrepreneurial afin d'expliquer l'influence des conditions environnementales sur le développement de l'activité entrepreneuriale dans le pays.

Selon les propos de (Bekaddour 2021), le concept d'écosystème entrepreneurial est très récent. Une des conséquences que cela induit est l'absence d'une définition largement acceptée. De nombreuses définitions furent ainsi présentées.

(Stam 2015, 1765) le définit comme « *un ensemble d'acteurs et de facteurs interdépendants coordonnés de manière à permettre un entrepreneuriat productif* ». (Audretsch et Belitski 2017, 1031) indiquent qu'il s'agit « *des facteurs institutionnels et organisationnels ainsi que d'autres facteurs systématiques qui interagissent et influencent l'identification et la commercialisation des opportunités entrepreneuriales* ». (Baghli et Tabet Aoual 2021, 138) le définissent comme « *un système, ou un groupe d'éléments interconnectés, formé par l'interaction d'une communauté d'organismes avec leur environnement* ». (Cukier, Kon, et Lyons 2016, 1) indiquent « *qu'il s'agit d'une région limitée à une distance de 30 miles, formée par des personnes, leurs entreprises et divers types d'organisations de soutien, qui interagissent en tant que système complexe pour créer de nouveaux emplois, des entreprises en démarrage et faire évoluer celles qui existent déjà* ». (Works 2014, 22) soutient « *qu'il s'agit de l'ensemble des parties prenantes et de l'infrastructure de soutien qu'elles fournissent et qui est mise à disposition dans une région donnée pour soutenir ceux qui démarrent une nouvelle entreprise* ».

Ces diverses définitions ont toutes mis l'accent sur les parties prenantes qui interviennent dans le cadre d'un écosystème sans toutefois les distinguer. La seule définition que nous ayons trouvée et qui répond à cette exigence est celle de (Cervantes et Nardi 2012, 8) qui indiquent que « *l'écosystème désigne le réseau de personnes, d'institutions et de ressources nécessaires à la création de start-up. Cet écosystème comprend des entrepreneurs de différents horizons, compétences et niveaux d'expérience ainsi que des investisseurs privés, des institutions de financement publiques et privées, des universités* ».

Dans le prochain point nous présenterons les principales composantes de l'écosystème et ce conformément à la définition de (Cervantes et Nardi 2012). Mais avant cela, nous tenons à présenter les conclusions du rapport "Global Start-up Ecosystem Index" sur les écosystèmes les plus performants dans le monde.

2.2. Les écosystèmes les plus performants dans le monde

Le classement "Global Start-up Ecosystem Index" répertorie comme son nom l'indique les écosystèmes start-up. Cette répartition se fait selon cinq critères (Skala 2019), à savoir :

- **La performance de l'écosystème** : total des valorisations des start-up vendues ou cofinancées par des fonds de CR et du nombre de start-up de l'écosystème.
- **Le financement de l'écosystème** : calculé en fonction de la valeur totale des investissements en CR et du temps nécessaire pour conclure une opération d'investissement type.
- **La portée du marché** : 60% du score est constitué de l'évaluation du marché local et 40% de la part de la région dans le marché mondial.
- **Le talent de l'écosystème** : 15% de l'évaluation consiste en un score de qualité, 80% et 10% en la disponibilité et le prix.
- **L'expérience des start-up de l'écosystème.**

Le tableau ci-dessous met en évidence les 10 pays avec les meilleurs écosystèmes dans le monde.

Tableau N°6 : Les pays ayant l'écosystème start-up le plus performant au monde.

Classement	Pays
1	États-Unis
2	Royaume-Uni
3	Canada
4	Allemagne
5	Suède
6	Chine
7	Suisse
8	Australie
9	Singapour
10	Pays-Bas

Source : <https://www.startupblink.com/blog/global-startup-ecosystem-index/> (consulté le 6 septembre 2021).

Ce classement montre que tous les continents ont au moins un représentant dans le top 10 des meilleurs écosystèmes, à l'exception de l'Afrique qui n'en compte aucun. On constate également que les États-Unis dominent ce classement en raison du caractère pionnier de ce pays dans la promotion des start-up et de l'innovation. Cette domination est plus accentuée si l'on prend en considération que les régions ayant l'écosystème le plus performant dans le monde qui comptent quatre états américains dans le top 10²².

Le site "*startupBlink*" qui fournit une cartographie des écosystèmes les plus complets au monde a établi un classement des pays africains avec le meilleur écosystème pour les start-up.

Ledit classement s'appuie sur 3 mesures de performance à savoir :

- **Un score de quantité :** Ce score prend notamment en compte le nombre de start-up, d'incubateurs, d'accélérateurs, d'espace de coworking que compte chaque pays.
- **Un score de qualité :** Ce score tient compte notamment des licornes que compte l'écosystème et des opérations de levés de fonds réalisées par les start-up.
- **Un score pays :** Ce score est établi en fonction des indicateurs macroéconomiques du pays où est implanté l'écosystème.

Sur la base de ces critères, une illustration des pays offrant le meilleur écosystème pour les start-up en Afrique est fournie dans le tableau ci-dessous.

Tableau N° 7 : Classement des pays africains dotés de l'écosystème start-up le plus performant.

Classement	Pays
1	Afrique du sud
2	Nigéria
3	Kenya
4	Egypte
5	L'île Maurice
6	Maroc
7	Cap vert
8	Ghana

²² Il s'agit de la baie de San Francisco (1ère), New York (2ème), la région de Los Angeles (4ème) et la région de Boston (6ème). **Source :** <https://www.startupblink.com/blog/global-startup-ecosystem-index/> (consulté le 6 septembre 2021).

9	Tunisie
10	Rwanda

Source : <https://www.startupblink.com/> (consulté le 20 juillet 2022).

À travers ce tableau, on constate que l'Algérie ne figure pas dans ce classement en raison du retard accusé en matière de politiques de promotion des start-up. Au Maghreb, le Maroc et la Tunisie se distinguent en occupant respectivement la 6^{ème} et la 9^{ème} place de ce classement.

2.3. Les éléments de l'écosystème start-up

Quelques auteurs ont mis en évidence les divers composants d'un écosystème start-up. (Isenberg 2010) souligne qu'il se compose d'un ensemble d'éléments comme le leadership, la culture, les marchés financiers et l'ouverture d'esprit des clients qui se combinent de manière complexe. Michael Libes cité par (Kasych et Amelyaniuk 2020) lui associe 6 éléments principaux : le talent, le système d'éducation et de financement, les incubateurs et les accélérateurs, le mentorat, les lieux et les événements. De leur côté, (Tripathi et al. 2018) lui ont assigné 7 éléments principaux : l'entrepreneur, les facteurs de soutien, la démographie, le marché, l'éducation, le capital humain et le financement. Cette dernière représentation est celle que nous retenons dans le cadre de cette thèse, car c'est elle qui concorde le plus avec la définition de l'écosystème précédemment mentionnée.

2.3.1. L'entrepreneur

Pour (Tripathi et al. 2018), il s'agit de l'élément le plus important qu'ils considèrent d'ailleurs comme le noyau de l'écosystème, les autres éléments sont quant à eux qualifiés de parties prenantes.

2.3.2. Les facteurs de soutien

Sont les éléments qui fournissent une aide non financière pour la création et le développement de la start-up. Parmi ces facteurs on retrouve :

2.3.2.1. Les incubateurs

Sont des structures qui accompagnent les start-up jusqu'à leur création et parfois pendant leurs premiers mois d'existence, ils permettent également la gestation et l'hébergement des projets innovants (Djekidel, Doua, et Merrad 2021). (Bellaama et Kerrouche 2021) indiquent que ces structures disposent d'une identité juridique et d'une indépendance morale. (Tripathi et Oivo 2020) distinguent trois types d'incubateurs : ceux rattachés à l'université, ceux qui exercent dans un but lucratif et les incubateurs à but non lucratif.

Les gestionnaires des incubateurs aident les start-up en leur fournissant une infrastructure, des conseils, un mentorat, la possibilité de participer à des sessions de formation (Kolosok et Koniukh 2017). La durée du soutien au sein d'une structure d'incubation est entre 1 et 2 ans (Tripathi et Oivo 2020).

Dans leur article, (Ould safi et Larabi 2021, 475) ont mis en évidence la définition de l'association nationale américaine qui décrit les incubateurs comme « *des organisations qui visent à aider les start-up innovantes et nouvelles en leur offrant les outils de soutien pour surmonter les obstacles associés à la création* ». Cette définition concorde avec celle donnée par le législateur algérien qui a défini les incubateurs dans l'article 21 du décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020 comme « *toute structure publique, privée ou en partenariat public-privé qui propose un appui aux start-up et aux porteurs de projets innovants, en ce qui concerne l'hébergement, la formation, le conseil et le financement* ».

2.3.2.2. Les accélérateurs

(Tripathi et al. 2018) définissent les accélérateurs comme « *des structures qui fournissent le soutien financier et le mentorat pour accélérer les activités de la start-up. Un programme d'accélération est un programme structuré pour aider les entreprises innovantes en phase de démarrage à atteindre leurs objectifs* ». Au cours de ce programme, différents outils tels que la méthodologie lean start-up sont utilisés pour donner forme et valider l'idée commerciale (Tripathi et Oivo 2020, 30).

La différence entre un accélérateur et un incubateur réside dans le fait que ce dernier a pour rôle d'évaluer le potentiel d'une idée, alors que le premier vise à la faire évoluer grâce à une formation intensive (Tripathi et Oivo 2020). Une autre différence se reflète dans la durée courte (de 3 à 6 mois) des programmes proposés par l'accélérateur (Tripathi et Oivo 2020).

2.3.2.3. Les espaces de coworking

Sont des locaux indépendants ou rattachés à des incubateurs ou des accélérateurs dans l'objectif est de mettre les start-up dans les meilleures dispositions pour vaquer à leurs diverses tâches.

(Tripathi et Oivo 2020) soutiennent que ces espaces doivent comprendre des bureaux, un soutien organisationnel (connexion internet, impression) et un soutien pour les réunions et les conférences.

2.3.2.4. Les événements

Sont créés et organisés pour trouver des cofondateurs, des personnes talentueuses et des investisseurs (Tripathi et al. 2018). Il n'est pas rare que des start-up présentent leur projet lors de ces événements pour attirer les investisseurs (Tripathi et al. 2018).

2.3.2.5. Le gouvernement

Son rôle consiste à créer un environnement propice au développement des start-up par le biais de l'établissement d'un cadre réglementaire dans l'objectif de régir et promouvoir ces entreprises. Il intervient également par la création de comptes d'affectation spéciaux auprès du trésor public et par la fourniture d'incitations fiscales.

2.3.2.6. Les mentors

Fournissent le soutien et l'expertise nécessaires aux entrepreneurs inexpérimentés. Ils peuvent également faciliter l'accès aux réseaux. (Tripathi et Oivo 2020) leur ont assigné les rôles suivants :

- Aider à l'établissement d'une stratégie marketing;
- Identifier les domaines où la start-up peut s'améliorer;
- Fournir un soutien à la prise de décision;
- Partager les connaissances sur la manière d'obtenir un financement.

2.3.3. L'environnement démographique de la start-up

Pour (Tripathi et al. 2018), l'environnement démographique est un aspect important de l'écosystème entrepreneurial. Ils lui associent plusieurs dimensions qui peuvent influencer sur les chances de succès des start-up, telles que la géographie qui met en évidence les avantages que confère une bonne localisation et l'histoire qui suggère que des antécédents de réussite de start-up dans un écosystème favorisent le dynamisme de celui-ci. L'immigration est une autre dimension de la démographie qui met en évidence les retombées positives que peut apporter une certaine mixité sociale.

2.3.4. Le marché de la start-up

De l'importance de celui-ci dépend la croissance de la start-up. Le marché détermine également les stratégies d'internationalisation des start-up; dans le sens où un marché local insensible au produit de l'entreprise l'oblige à se diriger vers des marchés extérieurs.

2.3.5. Le niveau d'éducation dans un pays

(Tripathi et al. 2018) mentionnent que des régions qui manquent d'entrepreneurs éduqués et expérimentés sont confrontées à de graves difficultés pour stimuler leur écosystème.

2.3.6. Le capital humain

(Tripathi et al. 2018) le considèrent comme un moteur essentiel de l'écosystème start-up car c'est grâce au talent des fondateurs et des employés que les start-up sont créées et développées.

2.3.7. Les apporteurs de capitaux

Les apporteurs de capitaux sont selon nous le composant le plus important de l'écosystème. (Kolosok et Koniukh 2017) soutiennent que l'accumulation des ressources dans la start-up est l'aspect le plus important de sa mise en œuvre réussie. (Kasych et Amelyaniuk 2020) de leur côté indiquent que la question du financement est la deuxième après l'initiative en termes d'importance dans la mise en œuvre des start-up. Ils estiment que 80% des échecs de start-up sont dus à des problèmes de trésorerie.

Après avoir mis en évidence les divers éléments qui interviennent dans l'écosystème start-up, il y a lieu d'explorer davantage les sources de financement des start-up.

2.4. Les sources de financement des start-up

Avant de mettre en évidence les diverses modalités du financement de la start-up. Des preuves sur les difficultés de financement des start-up seront présentées.

2.4.1. Preuves sur l'existence de contraintes qui entravent le financement des start-up

Les résultats de l'étude de (Cosh, Cumming, et Hughes 2009) montrent qu'une entreprise qui a récemment mis au point une nouvelle innovation a tendance à obtenir 8% de capital en moins. La difficulté de financement des entreprises innovantes est susceptible d'être plus accentuée si l'on tient compte du taux de rejet important (46%) enregistré auprès de la population des SCR qui sont considérées comme la source principale d'investissement dans ces entreprises (Cosh, Cumming, et Hughes 2009).

(CHERIF 1999) soutient que les PME innovantes présentent deux caractéristiques qui rendent leur financement problématique à savoir : l'importance et la spécificité des besoins à financer dans la mesure où il s'agit d'actifs immatériels dont la valeur est particulièrement difficile à déterminer. La difficulté d'évaluation des actifs immatériels par les investisseurs extérieurs a également été citée comme obstacle potentiel pour l'accès au financement dans

l'étude de (Lev 2000). (Lahr et Mina 2016) suggèrent que l'investissement dans les nouvelles entreprises technologiques pose des défis spécifiques²³ au marché des capitaux car il comporte des risques élevés et de fortes asymétries d'information. (Duffner 2003) indique que ces asymétries sont particulièrement graves pour les entreprises qui ont besoin de capitaux relativement importants tout en n'étant pas en mesure d'offrir une garantie, une réputation ou un historique aux investisseurs.

Ainsi il apparaît que la mobilisation des ressources pour construire une nouvelle organisation est un processus chargé d'incertitudes et de dangers imprévisibles (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999).

2.4.2. Une revue sur les modes de financement des start-up

Du fait du caractère spécifique de la start-up, il est très probable qu'elle s'inscrive dans un schéma de financement différent. (Sanyal et Mann 2010) ont examiné les déterminants de la structure financière d'un ensemble de start-up enregistrées dans la base de données Kauffman. Leurs résultats montrent que les start-up dont le capital humain est incarné dans l'entrepreneur ou dans la Propriété Intellectuelle (PI) ont une probabilité plus faible d'avoir recours à la dette. Ceci est cohérent avec la valeur de garantie plus faible de ces actifs. Les start-up caractérisées comme petites, non constituées en société ou basées à domicile sont plus susceptibles d'être financées par elles-mêmes. Enfin, les fondateurs plus instruits sont plus susceptibles d'être financés par des sources externes. Ces résultats confirment donc le constat ultérieur de (Oliveira et Zotes 2018) qui soutiennent que ce n'est pas toutes les start-up qui vont vers le financement externe.

Pour (Denis 2004), la spécificité de ces entreprises fait qu'elles s'appuient sur trois sources principales de financement à savoir les fonds de CR, les investisseurs providentiels et les entreprises. (Morrisette 2007) ajoute à ces sources les fonds provenant du fondateur, des amis et de la famille. En parlant des sources de financement des start-up, (Čalopa, Horvat, et Lalić 2014) ont distingué entre les sources de financement traditionnelles - *telles que les prêts, le financement des BA, des SCR et les 3F (Famille, Amis, Foule)* - et les nouvelles méthodes de financement telles que les accélérateurs. (Nofsinger et Wang 2011) quant à eux n'ont identifié que deux sources de financement des start-up, les investisseurs providentiels et les SCR. Ces constatations théoriques concordent avec les résultats empiriques de (Bhidé 1999) qui a conclu que les entreprises de son échantillon ont démarré leur aventure entrepreneuriale

²³ Dans leur article, (D. Hsu et Ziedonis 2007) clarifient la nature de ces défis en indiquant que les investisseurs ont des difficultés à discerner la valeur et les promesses commerciales des technologies embryonnaires.

avec des maigres économies personnelles et des fonds obtenus auprès des 3F. Par ailleurs, 4% ont levé des fonds auprès de capital risqueur et 3% auprès de BA.

Ainsi il semble que les voies de financement des start-up se répartissent entre des voies internes et externes (Duffner 2003). Ceci a amené (Boyarchenko 2021) à dire que les histoires de start-up sont très individuelles et partagent une caractéristique commune liée à leur mode de financement, dans le sens où au tout début, elles comptent sur le financement familial, le crowdfunding²⁴, l'argent du gouvernement, le financement par CR n'intervient généralement pas dans les premiers stades de développement d'une start-up.

Un autre courant de cette littérature s'est refusé de mettre en évidence ces sources de financement sans les relier au stade du cycle de vie de l'entreprise. (Tamoor 2013; Söderblom et Samuelsson 2014) soutiennent que le financement de la start-up varie selon les étapes du cycle de vie de l'entreprise. (Kebieche, Larioui, et Himrane 2021) indiquent que pour étudier le financement de la start-up, il est indispensable d'étudier les diverses étapes de son cycle de vie. Ainsi, il semble évident que le cycle de vie soit lié au cycle de financement (Reisdorfer-Leite et al. 2020).

Dans cette thèse, nous adopterons la perspective du cycle de vie pour désigner les sources de financement de la start-up.

2.4.3. Les sources de financement des start-up selon une perspective de cycle de vie

Le constat qui ressort de notre examen de la littérature est que les chercheurs ne s'entendent pas sur les étapes qui composent le cycle de vie de la start-up. Cet avis est également partagé par (Kolosok et Koniukh 2017). (Tamoor 2013) a associé quatre étapes à ce cycle à savoir : démarrage, croissance, maturité et déclin. (Söderblom et Samuelsson 2014) ont également distingué quatre étapes mais ont adopté une appellation différente (amorçage, démarrage, développement et expansion). D'autres auteurs ont mis en évidence un cycle de vie en trois étapes (Salamzadeh et Kawamorita 2015; Nguyen-Duc, Kemell, et Abrahamsson 2021; Kasych et Amelyaniuk 2020). Une autre catégorie de chercheurs ne s'est pas contentée d'un cycle en trois ou quatre étapes, mais a élargi les phases qui composent le cycle d'une start-up. C'est le cas de (Shvets 2018) qui a décomposé la phase d'amorçage en sept étapes²⁵.

²⁴ (Boyarchenko 2021) estime que le crowdfunding fait partie de ces nouveaux modes de financement qui ont émergé suite à la crise financière de 2008 et qui ont considérablement augmenté les options de financement disponible pour les start-up. (Kaminski, Hopp, et Tykvová 2019) ajoutent que ce mode de financement permet aux entrepreneurs d'accéder à des capitaux pour concrétiser des idées créatives et innovantes. (Chemla et Tinn 2018) dans leur étude ont mis en évidence des données issues de la plateforme Kickstarter qui montrent qu'à la mi-mai 2018, 65% des fonds collectés par cette plateforme sont allés à des entreprises innovantes.

²⁵ À savoir : Pré-semence, stade de la graine, établissement d'un prototype, prototype opérationnel, version alpha du produit, version bêta fermée, version bêta ouverte.

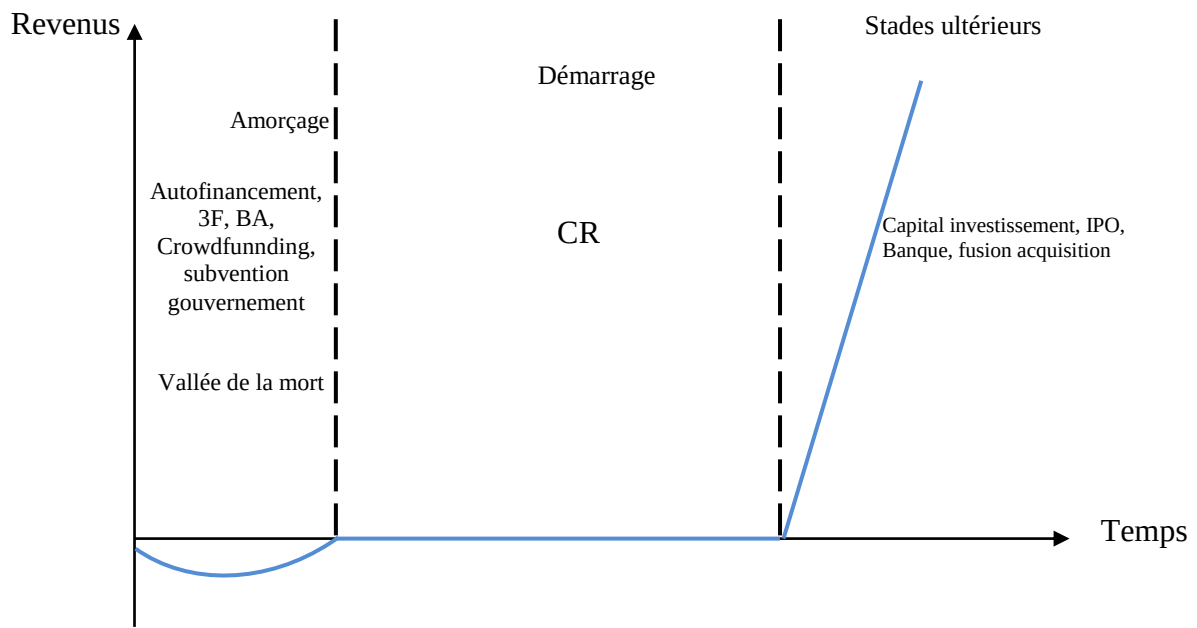
(Dubocage et Rivaud-Danset 2006) de leur côté ont intégré trois sous-étapes au démarrage (stade de la R&D, l'amorçage et la création) et deux au stade de l'expansion (développement et la croissance). (Carrete et de Faria 2019) ont quant à eux associé au cycle de vie six étapes (création, développement du produit innovant, test du produit, début de la génération des revenus, investissement dans le marketing et l'infrastructure et l'expansion du marché de la start-up).

Bien qu'il n'y ait pas un consensus sur le nombre et les diverses phases du cycle de vie de la start-up, la méthodologie de ces chercheurs semble néanmoins s'entendre sur un processus de développement du cycle de vie progressif et linéaire (Tsai et Lan 2016).

Au-delà de l'absence d'un consensus sur les phases du cycle de vie, un autre point de divergence entre les chercheurs est les sources de financement qui interviennent au sein de chaque étape²⁶. À titre d'exemple, (Söderblom et Samuelsson 2014) associent l'intervention du CR au stade de développement, alors que (Čalopa, Horvat, et Lalić 2014) ont tendance à l'associer au stade d'expansion. D'autres chercheurs tels que (Boyarchenko 2021; Kasych et Amelyaniuk 2020) associent ce financement à des stades plus en amont du cycle de financement.

Dans cette thèse, nous adoptons la modélisation du cycle de financement utilisée par (Reisdorfer-Leite et al. 2020) qui associent trois phases à ce cycle : Amorçage, démarrage, stades ultérieurs. Selon nous, ce cycle est celui qui correspond le plus au contexte de notre étude et aux phases d'intervention de ces sources de financement dans notre contexte.

Graphique N°5 : Rattachement du cycle de vie de la start-up à son cycle de financement.



²⁶ Selon nous, ces divergences s'expliquent en partie par l'absence d'homogénéité dans les définitions de chaque phase du processus du cycle de vie.

Source : Reisdorfer-Leite, Bernardo, Michele Marcos de Oliveira, Marcelo Rudek, Anderson Luis Szejka, et Osiris Canciglieri Junior. 2020. « Startup Definition Proposal Using Product Lifecycle Management ». In *Product Lifecycle Management Enabling Smart X*, édité par Felix Nyffenegger, José Ríos, Louis Rivest, et Abdelaziz Bouras, 426-35. p.429.

Ce graphique montre les financeurs qui interviennent dans le financement de la start-up selon son cycle de vie. On remarque donc que les sources de financement traditionnelles (Banque, Capital Investissement (CI)...) n'interviennent que lors de l'estompation de l'incertitude associée aux start-up. Par ailleurs, dans les phases où celle-ci est à son plus haut niveau, la start-up a tendance à s'appuyer sur des financeurs typiques.

Le point ci-dessous définit les divers concepts associés au cycle de vie et de financement exposé.

2.4.3.1. Définition des concepts associés au cycle de vie présenté

Divers concepts rattachés notamment aux sources de financement sont présentés dans le graphique de (Reisdorfer-Leite et al. 2020). Ce point leur associe donc une définition afin d'éviter toute source d'ambiguïté.

2.4.3.1.1. La phase d'amorçage

Les chercheurs s'accordent à considérer cette phase comme celle au cours de laquelle le concept de l'entreprise doit être prouvé et développé (Söderblom et Samuelsson 2014). (Tamoor 2013) soutient qu'au cours de cette phase une idée est transformée en opportunité commerciale. (Salamzadeh et Kawamorita 2015) indiquent que cette phase est caractérisée par le travail en équipe, le développement d'un prototype, la recherche de mécanismes de soutien tels que les accélérateurs et les incubateurs. Un grand nombre de chercheurs postulent que beaucoup de start-up échouent à ce stade d'où sa qualification par (Reisdorfer-Leite et al. 2020) de vallée de la mort. Pour (Söderblom et Samuelsson 2014) des start-up de moins d'un an d'existence interviennent dans cette phase.

2.4.3.1.2. La phase de démarrage

Dans notre désignation de cette phase, nous retenons la définition de (D'Ambrosio et Gianfrate 2016) qui indiquent que le démarrage fait référence à des start-up qui sont en mesure de commencer leurs activités et qui ne sont pas encore au stade de la fabrication commerciale et des ventes. (Söderblom et Samuelsson 2014) soutiennent que les start-up qui se situent dans cette phase ont un an d'existence.

2.4.3.1.3. La phase ultérieure

Fait référence au lancement du produit sur le marché et à la génération des premiers revenus. Cette phase est donc celle de la croissance et de l'expansion. Elle intervient lorsque la start-up a un âge qui se situe entre 2 et 4 ans (Söderblom et Samuelsson 2014).

2.4.3.1.4. L'autofinancement ou bootstrapping

Le financement des fondateurs est également appelé bootstrapping. Il s'agit d'une méthode utilisée pour répondre aux besoins en ressources de l'entreprise sans dépendre des financements externes (Söderblom et Samuelsson 2014). Dans le cadre des start-up, cette stratégie de financement trouve rapidement ses limites étant donné les capacités financières limitées des porteurs de projets et des besoins de financement exponentiels (Kebieche, Larioui, et Himrane 2021) des start-up.

2.4.3.1.5. Le financement des 3F

Fait référence aux fonds apportés par la famille, les amis et la foule. Le financement des 3F est défini par (Tamoor 2013) comme une forme de prêt sans intérêt ou même de dons aux start-up sans exigences formelles. S'il n'implique donc pas ses parties dans le suivi financier de la start-up, il s'avère toutefois insuffisant pour répondre aux exigences financières liées au développement de l'innovation.

2.4.3.1.6. Le financement participatif ou crowdfunding

De l'anglais "crowd" qui signifie foule et "funding" qui désigne le financement. Ce mode de financement vise à attirer les ressources financières d'un grand nombre de personnes par le biais d'une Plateforme de Crowdfunding (PC) (Kolosok et Koniukh 2017). Il permet donc à des entrepreneurs de lever des capitaux par l'intermédiaire d'inconnus et en ligne (Oliveira et Zotes 2018). Bien que certains chercheurs (Boyarchenko 2021; Söderblom et Samuelsson 2014) soutiennent que ce mode de financement est assez jeune, (Maso Mankunku et Muroi 2019) estiment qu'ils n'en est rien et donnent à titre d'illustration, la construction de la cathédrale «Sagrada Familia» à Barcelone dont l'édification est financée par le biais du crowdfunding. Cette campagne de crowdfunding est considérée comme la plus longue dans le temps puisqu'elle a débuté en 1882. Son arrêt concordera avec la fin des travaux de construction en 2026. De son côté, (Ricordeau 2013) fait cas de trois réalisations qui ont fait l'objet par le passé d'un financement participatif. Il s'agit donc de la statue de la liberté à New York, du film du réalisateur John CASSAVETE intitulé "Shadow" entièrement financé par le public en 1958 et plus récemment la campagne présidentielle de Barack OBAMA.

Le crowdfunding peut être divisé en quatre grandes catégories : les dons, les campagnes basées sur les récompenses, les prêts, le crowdfunding en actions ou le crowdequity. Dans cette dernière forme, la foule agit comme une SCR et reçoit une contrepartie (actions) en échange de sa prise de participation. Parmi ces différentes formes, (Vulkan, Åstebro, et Sierra 2016) soutiennent que c'est la seconde qui est la plus populaire dans le monde où elle enregistre une croissance annuelle de 524% depuis 2009. À contrario, la dernière forme est la plus rare, dans le sens où elle représente moins de 5% de tous les investissements dans le monde en 2013.

En matière de définition du financement participatif, il n'existe pas de définition universellement acceptée (Golić 2014). Toutefois, la définition de (Onnée et Renault 2014) permet de donner une vue d'ensemble des caractéristiques de ce financement. C'est celle que nous retenons donc ici.

« Le crowdfunding consiste pour un porteur de projet quelque soit son statut (particulier, organisation marchande ou non marchande) à avoir recours au service d'une plateforme de financement (généraliste ou spécialisée) afin de proposer un projet auprès d'une communauté (large ou ciblée) de contributeurs en échange éventuellement de contreparties préalablement définies » (Onnée et Renault 2014, 121).

2.4.3.1.7. Les investisseurs providentiels ou business angels

(Morrisette 2007) a fourni une description détaillée des divers termes associés à ces investisseurs. Ainsi le terme BA ou ange investisseur fait selon elle référence aux riches individus²⁷ qui fournissent des capitaux pour les entreprises en démarrage. Quant au nom investisseur privé, il a pour but de souligner la nature non publique et idiosyncrasique de ce marché des capitaux. Un autre terme, celui d'investisseurs informels, est appliqué pour opposer le processus d'investissement des anges à l'analyse plus formelle et quantitative effectuée par les professionnelles du CR. Enfin (Morrisette 2007) a soutenu que l'utilisation du mot ange est dérivée de son utilisation par les bailleurs de fonds des productions théâtrales également appelés anges.

Ces investisseurs sont connus pour leur investissement dans des entreprises en phase de démarrage, bien avant que ces dernières n'aient gagné le moindre revenu. Ils investissent également avant les investisseurs en CR et financent 100 fois plus d'entreprises de haute technologie que ces derniers (DeGennaro 2009).

²⁷ Ces riches individus sont des anciens entrepreneurs qui ont réussi et qui cherchent maintenant à aider de jeunes entreprises (Elitzur et Gavius 2003).

Les investisseurs providentiels sont également réputés pour avoir contribué au financement de multinationales telles que Ford en 1903 et Amazon au milieu des années 90 (DeGennaro 2009). La mise la plus fructueuse a été réalisée par « Ian McGlinn » qui a transformé 4000£ en 42 millions de £ grâce à un investissement astucieux dans le body shop (DeGennaro 2009).

2.4.3.1.8. Les subventions et les financements gouvernementaux

Selon (Söderblom et Samuelsson 2014), il s'agit d'un financement qui intervient pour combler deux types de défaillances du marché à savoir les effets du débordement de l'information (copie des connaissances de l'entreprise) et les asymétries d'information (les entreprises disposent de meilleures informations sur leur projet que les investisseurs). Ces deux types de défaillances sont censés entraîner une sous-capitalisation des entreprises innovantes, d'où l'intérêt donc de ce financement.

2.4.3.1.9. Le capital risque

Apparu au milieu des années 40 aux États-Unis, le CR est le mode de financement spécifique des jeunes entreprises innovantes (P. Gompers et Lerner 2001; Dubocage 2006).

(Dubocage et Rivaud-Danset 2006) qualifient le CR d'intermédiaire financier original dans le sens où il se positionne entre l'investisseur institutionnel et l'entreprise. (N. Berger et F. Udell 1998) soutiennent que ces investisseurs remplissent la quintessence des fonctions d'intermédiation financière, en prenant les fonds d'un groupe d'investisseurs et en redéployant ces fonds en investissant dans des émetteurs dont l'information est opaque.

(Nelson, Maxfield, et Kolb 2009, 58) définissent les investisseurs en CR comme « *un financement par actions disponible pour certaines entreprises en démarrage et en croissance qui démontrent le potentiel de produire des rendements extraordinaires pour les investisseurs dans un délai de 5 à 7 ans. En plus de fournir des liquidités, ces investisseurs fournissent une expertise en matière de gestion à l'entrepreneur. Ils assurent aussi une certaine autorité de gouvernance sur les entreprises investies, et ce en siégeant au conseil d'administration* ».

Cette définition, bien qu'elle soit très indicatrice sur la fonction d'un capital risquer soulève une certaine ambiguïté dans le sens où elle laisse planer un doute sur le stade d'intervention de cet investisseur. Conformément au cycle de financement précédemment mentionné, nous limitons l'intervention de cet apporteur de capitaux au stade de démarrage. À cet égard, la définition de (Guilhon et Montchaud 2012, 56) reflète mieux cette exigence. Pour ces derniers, « *le CR correspond aux investissements en FP dans des entreprises au cours des toutes premières années de leur existence. Les financements ainsi apportés permettent de constituer la société, de financer le développement d'un premier produit ou encore de financer*

sa fabrication et sa commercialisation. À ce stade, l'entreprise ne génère le plus souvent aucun profit ».

Le cycle de vie et de financement de la start-up précédemment mentionné soulève plusieurs implications. Celles-ci seront exposées dans le cadre du prochain point.

2.4.3.2. Implications que soulève l'adoption d'une perspective de cycle de vie

Quatre principales implications peuvent être associées au cycle de vie précédemment mentionné à savoir :

- La start-up ne reste pas éternellement start-up;
- L'inadéquation du financement de la start-up avec le postulat de la théorie du financement hiérarchique;
- L'exclusion de la banque du financement de la start-up;
- L'absence de consensus sur le stade d'intervention du CR.

2.4.3.2.1. La start-up ne reste pas éternellement start-up

(Bystrova et Shirokova 2014) soutiennent que le moment exact de l'atteinte de la maturité est difficile à cerner pour une start-up. (Kolosok et Koniukh 2017) estiment que lorsque l'entreprise est déjà ancrée sur le marché et a trouvé ses canaux de ventes, ses consommateurs elle cesse d'être appelée start-up. De son côté (Cockayne 2019) associe un nombre d'années d'activité de 3 ans pour la transformation de la start-up en entreprise mature. Il ajoute que la fin de ce statut coïncide souvent avec l'atteinte de la rentabilité, l'acquisition par une plus grande entreprise et un revenu supérieur à un certain seuil. (Cockayne 2019) a également avancé la taille de la start-up en termes d'employés comme un autre critère d'exclusion de la population start-up.

(Reisdorfer-Leite et al. 2020) ont quant à eux délimité le stade start-up à la phase du cycle de vie qui se situe entre la survie à la vallée de la mort (phase d'amorçage) et l'atteinte de la rentabilité (phase ultérieure).

2.4.3.2.2. L'inadéquation du financement de la start-up avec le postulat de la théorie du financement hiérarchique

La théorie du financement hiérarchique indique que les asymétries d'information entraînent une hiérarchisation du financement qui s'exprime par une préférence des entreprises pour un financement interne au détriment d'un financement externe. Dans le cas du recours à ce dernier financement, une préférence est accordée à l'endettement au détriment des capitaux propres qui impliquent une dilution de la propriété de l'entrepreneur (Myers et Majluf 1984).

Le cycle de financement précédemment mentionné indique que l'ordre du financement suggéré par cette théorie est bouleversé dans le sens où les FP interviennent avant les dettes. (Söderblom et Samuelsson 2014; Cosh, Cumming, et Hughes 2009) expliquent cette inversion par les capacités de sélection et/ou la Valeur Ajoutée (VA) apportée par certains investisseurs spécialisés (SCR notamment).

Cette théorie s'avère donc inadaptée aux entreprises en phase de démarrage qui sont souvent obligées de s'orienter vers le financement par capital, car le financement par l'emprunt n'est pas disponible (Kim et Wagman 2016).

2.4.3.2.3. L'exclusion de la banque du financement de la start-up

Le cycle de financement retenu dans cette thèse indique l'inadéquation du financement bancaire pour la start-up. Ce financement a été identifié dans les stades ultérieurs qui marquent l'abandon de cette désignation. La littérature académique a fourni plusieurs explications à cette exclusion, elles sont exposées dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°8 : Raisons qui expliquent l'exclusion des banques du schéma du financement de la start-up.

Raisons qui expliquent l'exclusion	Ancrage théorique
Prédominance d'actifs incorporels	(Cosh, Cumming, et Hughes 2009; Bachher et Guild 1996; Guilhon et Montchaud 2012)
Asymétrie d'information	(Guilhon et Montchaud 2012; Mason et Stark 2004; Ueda 2004; Tykvová 2000; Carpenter et Petersen 2002)
Absence de garanties	(Mason et Stark 2004; Carpenter et Petersen 2002; Söderblom et Samuelsson 2014)
Radicalité de l'innovation	(Guilhon et Montchaud 2012; CHERIF 1999; Gimmon et Levie 2010)
Coût élevé du financement	(Söderblom et Samuelsson 2014; Tykvová 2000)
Renforcement de la politique macro prudentielle	(Mariage et Le Pendeven 2015)
Spécificités des actifs des start-up qui posent un problème en cas de liquidation	(Guilhon et Montchaud 2012)
Aversion de la banque au risque	(Tykvová 2000)

Source : établi à partir de l'examen des articles mis en évidence dans le tableau.

Les chercheurs semblent donc s'accorder sur le fait que la prédominance des actifs immatériels, l'asymétrie d'information, l'absence de garantie, la radicalité de l'innovation et le coût du financement constituent les principales raisons à l'exclusion des banques du schéma du financement de la start-up.

2.4.3.2.4. L'absence d'un consensus sur le stade d'intervention du capital risque

Cette implication n'est pas directement liée au cycle de vie précédemment mentionné, mais elle ressort de l'examen de la littérature qui lui est associé.

(Dubocage et Rivaud-Danset 2006) indiquent qu'il est difficile de cerner le stade de l'intervention du CR. Ils soutiennent que celui-ci varie selon la conjoncture économique. Ainsi en période d'euphorie, il se caractérisera par un glissement en amont afin de ne pas rater les investissements de bonne qualité. Quant aux périodes de récession, le CR se déplacera vers l'aval du cycle de financement en raison des difficultés de sortie et des hésitations à financer de nouveaux projets. Cet argumentaire semble cohérent et semble recevoir du soutien auprès d'autres chercheurs. (Moussavou 2017) indique qu'après la crise financière de 2008, un glissement des SCR vers des projets en phase de croissance a été constaté.

Une autre explication à ce glissement a été fournie par (Sapienza 1992; Mayer, Schoors, et Yafeh 2005; Smith et Cordina 2014) qui notent que le terme a des significations très différentes dans le monde. Ainsi, selon (Smith et Cordina 2014) il désigne aux États-Unis l'investissement dans des entreprises en démarrage, alors qu'au Royaume-Uni il fait référence à une participation en capital apportée à l'entrepreneur quel que soit le stade de développement de son entreprise.

Pour (Osnabrugge 2000) la conséquence d'un tel glissement se reflète dans la montée en puissance des BA.

La mise en évidence des divers composants de l'écosystème start-up et ses modalités de financement dans le cadre de cette section constitue une passerelle à l'étude de ces entreprises dans le cadre de notre contexte.

Section 3 : Les start-up en Algérie

L'objectif de cette section est de mettre en évidence le cadre réglementaire et l'écosystème start-up en Algérie, qui montre ces dernières années un intérêt croissant envers ces entreprises.

Toutefois, nous présenterons d'abord un bref rappel sur l'évolution de l'économie algérienne où nous essaierons de désigner la période qui a vu l'émergence de ces entreprises innovantes.

3.1. Évolution de l'entreprise privée dans l'économie algérienne : de la colonisation à nos jours

(Derras 1997) affirme que la place assignée au secteur privé dans l'économie algérienne a été constamment ambivalente et très ambiguë, oscillant entre deux attitudes opposées : son inutilité (car potentiellement dangereux et futur allié du capitalisme international) et son nécessaire encouragement et développement (puisqu'il peut être un complément et un soutien au secteur étatique). À travers ces propos, nous pouvons distinguer deux périodes qui ont marqué l'évolution de ce secteur dans notre pays. Toutefois, avant d'aborder ces deux périodes, il y a lieu de mettre en évidence la situation du secteur privé durant la période coloniale.

3.1.1. Le secteur privé algérien durant la période coloniale

Avant l'indépendance, il n'existait que quelques entreprises appartenant à des Algériens qui employaient à peine 2500 ouvriers, alors que 10 400 sociétés appartenant aux colons employaient 400 000 personnes (Grim 2017).

Durant cette période, le secteur privé n'a jamais pu développer une base industrielle moderne, ce constat est imputable à plusieurs raisons selon (Derras 1997) :

- La présence coloniale qui a déséquilibré et désarticulé les secteurs économiques en Algérie; les trois secteurs les plus importants : Bâtiment et Travaux Publics (BTP), biens de consommation et production connaissaient une régression à l'exception du secteur pétrolier.
- La concentration des employeurs algériens dans deux secteurs principaux à savoir le petit commerce et l'artisanat.

L'indépendance marque l'avènement d'une industrialisation sous la direction exclusive de l'État en vue de construire une économie indépendante et socialiste (Mira 2015). Selon (Kara 2017), cette suprématie de l'État a perduré jusqu'aux années 90.

3.1.2. L'ère de la suprématie du secteur public : 1962 - 1990

(Grim 2017) affirme que durant cette période le secteur privé n'a jamais fait bon ménage avec les pouvoirs politiques. Il rappelle à cet effet les propos d'Ahmed BEN BELLA qui avait

publiquement menacé « *d'envoyer en prison* » les entrepreneurs algériens qualifiés de « *gros bourgeois* ».

Sous le régime de BOUMEDIENNE, le secteur privé a été placé sous le contrôle des institutions de l'État qui lui ont imposé une vocation révolutionnaire, c'est-à-dire non-exploiteur et anti-impérialiste (Derras 1997). Parmi les conditions qui lui ont été imposées dans le code des investissements de 1966 qui vise à préciser les conditions et les moyens pour permettre son fonctionnement et son développement figure l'interdiction d'investir dans des secteurs stratégiques et vitaux, l'obligation de ne pas concurrencer les secteurs publics.

Durant cette période de crise identitaire du gouvernement quant à la place à accorder au secteur privé (Derras 1997), celui-ci a connu une embellie furtive entre 1966 et 1971 sous l'impulsion des avantages fiscaux et la possibilité de bénéficier des prêts bancaires que lui a octroyés le code précédemment mentionné. La conséquence étant une nette progression dans le nombre de projets agréés par les commissions régionales et nationales d'investissement (Derras 1997).

La période 1971 - 1979 marque le retour à l'ère de la stagnation en raison de la suppression des avantages et aides octroyés à ce secteur. Durant les années 80 et sous l'effet de la promulgation d'un troisième code des investissements, le secteur privé a retrouvé une certaine embellie suite à la volonté de l'État de le rendre complémentaire au secteur public.

Un tel revirement du gouvernement s'explique par la période charnière que celui-ci a eu à traverser, marquée par des turbulences internes (soulèvement populaire de 1989) et externes (effet du deuxième choc pétrolier).

Suite à cette période charnière, le secteur privé a connu une croissance durable.

3.1.3. L'ère de l'expansion du secteur privé

Les bouleversements tant internes qu'externes ont impulsé de grands changements, parmi lesquels, l'instauration d'une nouvelle constitution qui favorise certaines libertés telles que celle d'entreprendre, la promulgation de plusieurs réformes visant à opérer une transition d'une économie socialiste à une économie de marché, l'abolition du monopole sur le commerce extérieur exercé par les sociétés nationales et l'autorisation des entreprises privées à œuvrer dans le secteur de l'importation.

Ces changements tant sur le plan juridique et économique ont grandement contribué au bouleversement du secteur des entreprises, qui constitue selon (Grim 2017) l'une des plus importantes ruptures systématiques engagées par l'Algérie.

Selon (Grim 2017), les réformes économiques et les ajustements structurels imposés par le Fonds Monétaire International (FMI) ont fait disparaître l'écrasante majorité des entreprises publiques. Des 5000 entreprises publiques, il ne restera que 900 (Grim 2017).

À contrario, des quelques dizaines d'entreprises privées qui existaient à la fin 1980, on est passé en l'espace de 30 années à 1 193 096 sociétés de divers statuts juridiques à l'horizon 2019²⁸. (Grim 2017) indique que ces entreprises contribuent au Produit Intérieur Brut (PIB) hors hydrocarbures à hauteur de 80%, offrent plus des 2/3 des emplois et occupent tous les créneaux d'activités.

3.1.4. L'avènement des premières start-up et leur reconnaissance officielle

Dans ce cycle d'évolution de l'entreprise privée, nous pouvons associer l'émergence des start-up en Algérie à l'apparition en 2006 « d'Emploitic » et « Ouedkniss ».

L'histoire de « Ouedkniss »²⁹ est typique au mythe associé au développement de ces entreprises. Le site est en effet né d'une initiative de cinq amis résidant dans la banlieue de Kouba située au sud-est d'Alger qui ont vu sous leurs yeux la fermeture d'un marché physique installé à la rue dite « Oued Kniss » dédiée à la vente des produits d'occasion. C'est à ce moment-là que ces amis ont eu l'idée de créer un site internet dédié aux petites annonces. Presque 20 ans plus tard, le site connaît un engouement exceptionnel auprès des particuliers et des marchands algériens. En février 2021, le site occupe la 3^{ème} place des sites les plus visités en Algérie³⁰.

À l'exception de ces deux success-stories, l'environnement de ces entreprises en Algérie a été globalement sous médiatisé, et pour cause, la focalisation de l'État sur la promotion des PME. Les start-up se créaient à cette époque d'une manière informelle et étaient considérées comme des micro-entreprises.

Il a fallu attendre 2019 et l'investiture d'un nouveau président à la tête du pays pour constater la montée d'un engouement à l'égard de ces entreprises. Le gouvernement conscient du potentiel de ces entreprises et des retombées qu'elles peuvent avoir sur l'économie les a placées au cœur de son programme économique.

Cet engouement s'est concrétisé par la mise en place d'un ensemble de mesures fiscales en faveur des start-up dans la Loi de Finances (LF) pour 2020 et par la création d'un nouveau

²⁸Voir le bulletin PME n° 36 du ministère de l'industrie. Disponible sur https://www.industrie.gov.dz/IMG/pdf/bulletin_PME_36_VFF.pdf (consulté le 18 octobre 2021).

²⁹<https://www.wamda.com/2014/09/histoire-cinq-lyceens-qui-ont-cree-ouedkniss-leader-petites-annonces-algerie> (consulté le 8 septembre 2021).

³⁰ <https://lechiffredaffaires.dz/les-50-sites-web-les-plus-visites-en-algerie/> (consulté le 8 septembre 2021).

ministère en l'occurrence celui de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance.

Le point ci-dessous retrace les diverses mesures réglementaires instaurées en faveur des start-up algériennes.

3.2. Mesures réglementaires en faveur des start-up en Algérie

Comme indiqué précédemment, l'élection d'un nouveau président à la tête du pays s'est traduite par l'adoption d'un ensemble de mesures à destination des start-up. Ces mesures sont discutées ci-dessous.

3.2.1. Mesures apportées par la loi de finances et la loi de finances complémentaire (LFC) pour 2020

La loi n°19-14 du 11 décembre 2019 portant LF pour 2020 fut la première initiative introduisant des mesures concrètes à destination des start-up en Algérie. Deux principales mesures furent apportées dans cette loi. L'article 69 a ainsi exonéré ces entreprises de l'Impôt sur le Bénéfice des Sociétés (IBS) et de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA). Quant à l'article 131 il a porté sur l'ouverture d'un compte d'affectation spécial du trésor n°302-150 intitulé « *fonds d'appui et de développement de l'écosystème start-up* ». Ces recettes et dépenses sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°9 : Recettes et dépenses du compte d'affectation spécial du trésor N°302-150.

Recettes	Dépenses
La dotation de l'État	La garantie du financement des crédits bancaires des start-up
Le produit des taxes parafiscales	Les bonifications des taux d'intérêt des crédits bancaires
Toutes autres ressources et contributions	Le financement des formations
	L'incubation des start-up

Source : L'article 131 de la loi n°19-14 du 11 décembre 2019 portant LF pour 2020.

La loi n°20-07 du 4 juin 2020 portant LFC a apporté certaines mesures supplémentaires ainsi que des modifications aux articles promus dans la LF pour 2020. Ces apports se résument comme suit :

- L'élargissement des exonérations fiscales par le biais de l'article 33 aux start-up soumises à l'Impôt sur le Revenu Global (IRG) et celles soumises au régime de l'Impôt Forfaitaire Unique (IFU) ainsi que la précision de la durée d'exonération qui

est de 3 ans à partir de la date du début d'activité. Une exonération de la TVA fut également instaurée pour les équipements acquis au titre de la réalisation des projets d'investissement³¹.

- L'article 37 a modifié les dispositions de l'article 5 de l'ordonnance n°08-04 du 1/9/2008 modifiée et complétée fixant les conditions et les modalités de concession des terrains relevant du domaine privé de l'État destinés à la réalisation des projets d'investissement pour y inclure la possibilité de concession de gré à gré des terrains situés à l'intérieur des parcs technologiques au profit des porteurs de projets.
- L'article 38 a modifié et complété l'article 46 de la LF pour 2019 en chargeant les ministères de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance et des collectivités locales et des finances de la délimitation et de la déclaration des parcs technologiques.
- L'article 46 a modifié et complété les dispositions de l'article 18 de la loi n°6-11 du 30/6/2006 relative à la Société de Capital Investissement (SCI) en l'autorisant à détenir des participations supérieures à 49% dans le capital des start-up.
- L'article 66 a modifié les dispositions de l'article 16 de l'ordonnance n°96-14 du 24/6/1996 portant LFC pour 1996 en attribuant la fonction d'ordonnateur principal du compte d'affectation spéciale n°302-087 intitulé fonds national de soutien à l'emploi de jeunes au ministre de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance³².
- L'article 68 a modifié les dispositions de l'article 131 de la LF pour 2020 portant sur le compte d'affectation spéciale n°302-150 en y ajoutant une nouvelle source de recettes à savoir les dons et les legs et en supprimant les 2 premières dépenses mentionnées au tableau 9 ci-dessus et en les remplaçant par les dépenses suivantes: le financement des études de faisabilité, de l'élaboration du business plan, des assistances techniques, des frais de création d'un prototype et la promotion des start-up. Par ailleurs, l'article 68 de la LFC pour 2020 a fait du ministre chargé des start-up le principal ordonnateur de ce compte. Les modalités de fonctionnement de ce compte d'affectation spéciale furent fixées par le décret exécutif n°21-303 qui a

³¹ Le décret exécutif n°21-170 du 28 avril 2021 précise dans son article 3 que la liste des équipements acquis par les start-up doit être validée par le conseil scientifique et technique installé auprès de l'établissement de promotion et de gestion des structures d'appui aux start-up. L'article 5 de ce même décret précise que le bénéfice de l'exonération de la TVA est subordonné à la présentation par l'entreprise concernée aux services fiscaux de la décision d'octroi du label start-up.

³² Dans la continuité des dispositions de l'article 66, le décret exécutif n°20-110 du 5 mai 2020 a confié au ministre de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance, le pouvoir de tutelle sur l'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes.

été publié au journal officiel de la république n°60 du 5 août 2021. Ce décret marque l'ouverture de ce compte dans les écritures du trésor. Enfin, il y a lieu de souligner qu'au cours de l'événement "Algeria Disrupt 2022", il a été indiqué que le bénéfice des fonds de ce compte est réservé aux porteurs de projets innovants qui s'engagent dans une phase d'incubation.

3.2.2. La création d'un ministère dédié aux start-up

Le décret présidentiel n°20-01 du 2 janvier 2020 portant nomination des membres du gouvernement a créé un nouveau ministère en l'occurrence celui de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance, dirigé par Yassine DJERIDENE. Ce ministre a deux ministres délégués. Yassine El Mahdi Oualid qui est chargé des start-up et Nassim DIATAT chargé des incubateurs.

Le décret exécutif n°20-55 du 25 février 2020 a mis en évidence l'organisation de l'administration centrale du ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance. Cette organisation a été représentée sous la forme d'un organigramme dans **l'annexe 1**.

Le décret exécutif n°20-54 du 25 février 2020 a quant à lui précisé les attributions du ministre de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance. Le décret précise notamment dans son premier article que ce ministre est chargé de proposer les éléments de la politique nationale dans le domaine de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance et qu'il doit veiller à sa mise en œuvre effective.

L'article 4 de ce décret précise les missions de ce ministre en matière de promotion et de développement des start-up. Il est ainsi chargé :

- D'élaborer et de proposer la politique et la stratégie de développement des start-up, de la mettre en œuvre et d'en assurer le suivi;
- De proposer le cadre législatif et réglementaire relatif aux start-up;
- De proposer toute action et mesure incitative pour la création, la promotion et le développement des start-up et d'en faciliter les procédures;
- De proposer toute mesure visant à soutenir la compétitivité et la pérennité des start-up;
- D'élaborer, en concertation avec les secteurs concernés, la politique d'appui à l'innovation et à la R&D au sein des start-up;
- De mettre en place des structures d'appui qui prennent en charge les porteurs de projets;

- De mettre en place des mécanismes de financement adaptés aux start-up et d'en faciliter l'accès;
- De proposer toute action ou mesure dans le cadre de la formation en faveur des start-up.

3.2.3. La création d'un comité national de labellisation des start-up, des projets innovants et des incubateurs

Ce comité national a été créé par le biais du décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020. L'article 1 précise que ce comité est créé auprès du ministère chargé des start-up et que son siège est fixé à Alger. L'article 2 fixe ces missions comme suit :

- L'attribution des labels : start-up, projet innovant et incubateur;
- La contribution à l'identification des projets innovants et de leur promotion;
- La participation à la promotion de l'écosystème start-up.

L'article 3 indique que ce comité est présidé par le ministre chargé des start-up ou son représentant et qu'il est composé des membres suivants³³ :

- Un représentant du ministre chargé des start-up;
- Un représentant du ministre chargé des finances;
- Un représentant du ministre chargé de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique;
- Un représentant du ministre chargé de la poste et des télécommunications;
- Un représentant du ministre chargé de l'industrie;
- Un représentant du ministre chargé de l'agriculture;
- Un représentant du ministre chargé de la pêche et des productions halieutiques;
- Un représentant du ministre chargé du numérique;
- Un représentant du ministre chargé de la transition énergétique et des énergies renouvelables.

Les articles 8 et 9 fixent les conditions de délibération de ce comité à la réunion d'au moins la moitié des membres. Les décisions sont par ailleurs prises à la majorité des membres présents. Par ailleurs, en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Les points qui suivent mettent en évidence les conditions d'attribution des labels start-up, projet innovant et incubateur qui sont précisées dans le décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020.

³³ Ces derniers sont désignés par arrêté du ministre chargé des start-up, sur proposition des ministres dont ils relèvent, pour une période de 3 ans renouvelable. (Article 3 du décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020).

3.2.3.1. Conditions d'attribution du label "start-up"

Dans l'article 11 qui a fait l'objet d'une mention à la page 31, le décret définit la start-up en conditionnant son statut à la réunion d'un ensemble de critères.

L'article 12 décrit la procédure de soumission d'une demande de label start-up. Ainsi l'entrepreneur souhaitant obtenir ce label est tenu de déposer une demande via le portail électronique national des start-up accompagnée des documents suivants :

- Un extrait du registre du commerce et des cartes d'identification fiscale et statistique;
- Une copie des statuts de la société;
- Une attestation d'adhésion à la Caisse Nationale des Assurances Sociales (CNAS) avec une liste nominative des salariés;
- Une attestation d'adhésion à la Caisse Nationale de Sécurité Sociale des Non Salariés (CASNOS);
- Une copie des états financiers de l'année en cours;
- Un plan d'affaire détaillé;
- Les qualifications scientifiques et techniques et l'expérience du personnel de la société;
- Tout titre de PI et tout prix ou récompense obtenu.

Une réponse est apportée pour toute demande d'obtention de ce label dans un délai maximum de 30 jours à compter de la date de son dépôt, sous condition qu'aucun retard n'est interrompu la fourniture des documents (Article 13).

Le label start-up est octroyé à la société pour une durée de 4 ans renouvelable une fois dans les mêmes formes (Article 14). Toute décision de refus doit être motivée et notifiée par voie électronique. La décision pourrait être réexaminée par le comité sur demande du postulant, la réponse doit être notifiée par voie électronique dans un délai n'excédant pas 30 jours (Article 14).

L'obtention de ce label permet selon l'article 2 du décret exécutif n°21-170 du 28 avril 2021 de bénéficier des différents avantages fiscaux octroyés au profit des start-up. Il y a lieu de signaler que depuis la publication de la loi n°22-09 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 26 septembre 1975 portant code du commerce au journal officiel du 14 mai 2022,

le label start-up donne également la possibilité aux entrepreneurs d'opter pour la forme juridique Société Par Actions Simplifiée (SPAS)³⁴.

3.2.3.2. Conditions d'attribution du label « projet innovant »

Ce label concerne les porteurs de projets qui n'ont pas encore créé de sociétés. L'article 16 du décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020 indique que toute personne physique ou groupe de personnes physiques peut prétendre à ce label pour tout projet se rapportant à l'innovation. L'obtention du dit label est conditionnée par le dépôt d'une demande via le portail électronique accompagnée des documents mentionnés à l'article 17 :

- Une présentation du projet et ses aspects d'innovation;
- Les éléments prouvant le fort potentiel d'innovation;
- les qualifications scientifiques et/ou techniques et l'expérience de l'équipe en charge des projets;
- Tout titre de PI et tout prix ou récompense obtenus.

Une réponse à toute demande de labellisation doit être apportée dans un délai de 30 jours maximum (article 18), la durée d'octroi du label est de 2 ans renouvelable deux fois dans les mêmes formes (article 19).

3.2.3.3. Conditions d'attribution du label « incubateur »

L'article 21 de ce décret précise que toute structure publique, privée ou en partenariat public-privé qui propose un appui aux start-up et aux porteurs de projets innovants en ce qui concerne l'hébergement, la formation, le conseil et le financement est éligible au label incubateur. L'article 22 indique que les demandes d'attribution de ce label sont introduites auprès du comité national via un portail électronique accompagnées des documents suivants :

- Le plan d'aménagement détaillé de l'incubateur;
- Une liste des équipements mis à la disposition des start-up incubées;
- Une présentation des différents services offerts aux start-up incubées et des différents programmes de formation et d'encadrement de l'incubateur;
- Le CV du personnel de l'incubateur, des formateurs et des encadreurs;
- Éventuellement la liste des start-up incubées;

En outre, les incubateurs privés doivent fournir un ensemble de documents supplémentaires mentionnés à l'article 23.

³⁴ Cette nouvelle forme juridique offre d'une part une liberté à l'entrepreneur en termes de nombre d'associés et de capital de départ et d'autre part, une flexibilité dans la détermination des règles de fonctionnement.

L'article 25 exige de l'incubateur qui accompagne une start-up incubée à :

- Accompagner les porteurs de projets lors des démarches de création de la société;
- Assister les start-up dans la réalisation des business plans, des études de marché, des plans de financement;
- Assurer des formations spécifiques notamment en gestion d'entreprise, sur les obligations légales et comptables;
- Mettre à disposition des porteurs de projets des moyens logistiques, tels que des salles de réunion, le matériel informatique et bureautique et la connexion internet à haut débit;
- Assister les start-up dans la réalisation des prototypes ;
- Accompagner les start-up incubées dans la recherche des sources de financement et de déploiement sur le marché.

Une réponse à toute demande doit être apportée dans un délai maximum de 30 jours (Article 26). Le label est octroyé pour une durée de 5 ans renouvelable dans les mêmes formes (Article 27). Par ailleurs, la mise en œuvre des engagements prévus à l'article 25 est soumise à un contrôle régulier du comité national (Article 29) et tout manquement aux engagements de cet article entraînera la suspension ou le retrait du label (Article 30).

L'obtention de ce label permet selon l'article 2 du décret exécutif n°21-170 du 28 avril 2021 de bénéficier des différents avantages fiscaux octroyés au profit des incubateurs.

3.2.4. La création d'Algeria Venture

Le décret exécutif n°20-356 du 30 novembre 2020 a créé "Algeria Venture" qui est un établissement de promotion et de gestion des structures d'appui aux start-up. L'article 1 de ce décret précise qu'il s'agit d'un établissement public à caractère industriel et commercial qui est placé sous la tutelle du ministre chargé des start-up. L'établissement est doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière (Article 2), son siège est fixé à Alger.

L'article 4 du même décret lui a confié les missions suivantes :

- La participation à la stratégie nationale de promotion et de gestion des structures d'appui des start-up, par secteur d'activité;
- La création de nouvelles structures d'appui par le renforcement des capacités nationales d'accompagnement de l'innovation, en vue de favoriser la création de start-up;
- L'élaboration et la mise en œuvre des programmes annuels et pluriannuels de développement des incubateurs et des accélérateurs de start-up;

- L'élaboration et la mise en œuvre des cursus d'accélération assurant le suivi des start-up labellisées et des projets innovants labellisés;
- La contribution à une veille technologique et à la diffusion des informations relatives à l'innovation technologique et l'entrepreneuriat sur tous les supports;
- L'élaboration et le suivi des contrats de performance relatifs aux prestations fournies par les structures d'appui dont l'établissement est en charge.

3.2.5. Mesures apportées par la loi de finances pour 2021

La loi n° 20-16 du 31 décembre 2020 portant LF pour 2021 a apporté deux mesures supplémentaires à l'écosystème start-up. Elles se résument ainsi :

- La modification de l'article 33 de la LFC pour 2020 via l'article 86 de la LF pour 2021 en élargissant à la fois les exonérations dont bénéficient les start-up labellisées à la Taxe sur l'Activité Professionnelle (TAP) et la durée d'exonération d'une année supplémentaire, la portant ainsi à 4 ans. L'article 86 a également imposé des droits de douane à hauteur de 5% au profit des équipements acquis par la start-up qui entrent directement dans la réalisation de son projet;
- L'article 87 a exonéré les entreprises disposant du label « incubateur » de la TAP, de l'IRG ou l'IBS pour une durée de 2 ans à compter de la date d'obtention dudit label. Comme il a exonéré de la TVA les équipements acquis par ces incubateurs labellisés et qui rentrent directement dans la réalisation de leur projet.

L'engouement à l'encontre des start-up en Algérie s'est donc manifesté par la création d'un ministère spécialement conçu pour ces entreprises, d'un label start-up et d'un label projet innovant qui donnent accès à un ensemble d'avantages fiscaux mentionnés dans les LF³⁵ et les LFC pour 2020 et 2021.

3.3. L'écosystème des start-up en Algérie

Ce point présente une analyse critique de l'écosystème algérien des start-up. L'analyse n'aborde pas les 7 éléments de l'écosystème distingués par (Tripathi et al. 2018) mais se limite uniquement à certains facteurs de soutien et aux financeurs.

3.3.1. Les incubateurs

Ces organisations ont vu leur importance croître à partir de 2003, avec l'instauration du décret exécutif n°03-79 du 25 février 2003 qui stipule la nature juridique du rôle des

³⁵ Il y a lieu de souligner que les LF pour 2022 et pour 2023 n'ont apporté aucune mesure supplémentaire au profit des start-up.

incubateurs dans les sociétés et les centres de gestion (Bellaama et Kerrouche 2021). Par le biais de ce décret, le gouvernement a indiqué que les incubateurs peuvent être publics ou privés. Le cadre réglementaire a connu une évolution en 2020 avec la promulgation du décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020 qui précise les conditions d'obtention du label incubateur. Ce sésame permettra à ces détenteurs de bénéficier d'une série d'avantages fiscaux mentionnés dans l'article 87 de la LF pour 2021.

(Bekaddour 2021) a mis en évidence trois types d'incubateurs qui exercent en Algérie ; ceux relevant de l'Agence Nationale de la Valorisation des Résultats de la recherche et du Développement Technologique (ANVREDET), ceux relevant de l'Agence Nationale de la promotion et du développement des Parcs Technologiques (ANTP) et ceux relevant du domaine privé.

3.3.1.1. Les incubateurs relevant de l'ANVREDET

Constituent des structures d'accueil et d'accompagnement des projets innovants ayant un lien direct avec la recherche (Bekaddour 2021). Les incubateurs relevant de l'ANVREDET incubent des entreprises pour une durée de 2 ans (Djekidel, Doua, et Merrad 2021). Parmi les incubateurs dédiés à la valorisation des résultats de la recherche scientifique et technique, (Bekaddour 2021) a recensé l'incubateur « INTILAK » situé au niveau de l'ANVREDET et l'incubateur « Fikra Tech » du Centre de Développement des Technologies Avancées (CDTA) créé en partenariat avec l'ANVREDET. Selon (Ould safi et Larabi 2021), son siège est situé à Baba Hassen et vise à soutenir des projets innovants dans le domaine des sciences et des technologies et dans le domaine de la recherche scientifique et l'innovation technologique.

D'autres incubateurs visant à soutenir les résultats de la recherche scientifique ont été créés au sein de plusieurs structures universitaires et sans lien avec l'agence précédemment mentionnée. À titre d'exemple l'incubateur de l'université de Msila est un exemple réussi d'incubateurs dans le milieu universitaire. (Bellaama et Kerrouche 2021) soutiennent que malgré le jeune âge de cet incubateur (inférieur à 2 ans), cette institution accompagne et soutient actuellement un ensemble de 54 projets innovants. Cet incubateur a également octroyé à cinq start-up des services de soutien et d'accompagnement. Le succès qu'a connu cet incubateur a poussé d'autres universités à lancer leur propre incubateur. C'est le cas des universités de Blida, Ouargla et Guelma (Ould safi et Larabi 2021).

3.3.1.2. Les incubateurs relevant de l'ANTP

Les incubateurs créés sous l'égide de l'ANTP sont un instrument de l'État qui consiste à exécuter la stratégie nationale de développement des TIC. La mission des incubateurs de

l'ANTP est la prise en charge des porteurs de projets dans le domaine des TIC et leur accompagnement jusqu'à la création de la start-up à travers l'expertise, l'assistanat, le coaching personnalisé et la formation (Bekaddour 2021). Parmi les incubateurs relevant de l'ANTP, il y a le cyberparc de Sidi Abdellah d'Alger créé en 2010, le technoparc d'Ouargla créé en 2012, celui d'Annaba créé en 2014 et celui d'Oran lancé en 2017. Selon (Bekaddour 2021) cette agence travaille à la mise en place d'autres parcs à Sétif et à Constantine.

3.3.1.3. Les incubateurs privés

- **ALINOV** : premier incubateur privé d'entreprises innovantes en Algérie (Bekaddour 2021). Il a été lancé par le cabinet "Alliance consulting 1AC" avec le soutien du réseau consulting international "Medaf Co" en 2009. Les services de cet incubateur sont proposés gratuitement aux start-up innovantes. Son objectif principal est de contribuer chaque année à la création de 20 start-up innovantes (Bekaddour 2021).
- **L'incubateur Ooredoo** : lancé en 2013, cet incubateur vise à encourager les jeunes à la création de start-up dans le secteur des TIC, tels que les logiciels, les télécoms, le web, la sécurité informatique... (Bamhammed, Berbaoui, et Benchellate 2021) indiquent que cet incubateur figure parmi les meilleurs en Algérie puisqu'il fournit des entraînements de haute qualité dans le domaine des TIC en plus de la fourniture d'une aide financière pour pas moins de 20 start-up.
- **Incubateur BICOS** : situé à Mohammadia (Alger). (Ould safi et Larabi 2021) soutiennent que cet incubateur fournit des services consultatifs, ses travaux portent sur le soutien et l'orientation des start-up ainsi que l'organisation de conférences et d'événements au profit des entrepreneurs potentiels.
- **L'incubateur INCUBME** : situé à Alger, cet incubateur soutient des projets et des start-up innovantes à travers la fourniture d'un soutien, d'une consultation et d'un suivi des projets (Bellaama et Kerrouche 2021).
- **L'incubateur Algerian Center for Social Entrepreneurship (ACSE)** : créé en 2016, cet incubateur a pour objectif de favoriser le lancement de projets dans le domaine social et environnemental en Algérie. Il vise également à soutenir et rapprocher les parties actives dans le domaine environnemental de la conduite de projets.

Cette revue sur les incubateurs exerçant en Algérie n'est pas exhaustive,³⁶ mais vise uniquement à dresser un bref portrait sur les types de structures qui exercent en Algérie.

(Bamhammed, Berbaoui, et Benchellate 2021) soutiennent qu'un retard a été constaté dans la création des incubateurs en Algérie en raison des mauvaises conditions économiques et sociales qui ont empêché de telles initiatives. (Bekaddour 2021) n'a recensé que 15 structures chargées de l'incubation en Algérie. Ce chiffre est insignifiant par rapport aux 634 structures actives en Afrique. Parmi ces structures, 34 exercent au Maroc, 27 au Sénégal, 90 au Nigéria, 56 en Egypte et 150 en Afrique du Sud.

D'autres explications au retard dans la création des incubateurs en Algérie ont été fournies par (Bamhammed, Berbaoui, et Benchellate 2021). Il s'agit :

- Du retard dans la publication des lois régissant l'activité des incubateurs jusqu'en 2003;
- L'ambiguïté dans la définition de l'incubateur du point de vue juridique;
- L'absence des compétences nécessaires pour la direction de ces structures;
- La bureaucratie au sein de l'administration algérienne qui entrave le processus de création des incubateurs;
- L'absence de coordination entre les universités et les institutions de recherche d'une part et le secteur économique d'autre part et entre les sociétés de financement de la recherche et d'investissement.

3.3.2. Les accélérateurs

Par rapport aux incubateurs, la population des accélérateurs en Algérie est sous représentée. (Bekaddour 2021) parle uniquement de deux accélérateurs privés qui exercent en Algérie, à savoir « Sylabs » qui est né d'une initiative privée en 2015 pour améliorer l'écosystème start-up. Il travaille en partenariat avec la wilaya d'Alger et avec des entreprises comme General Electric pour créer un climat favorable à l'essor des start-up (Bekaddour 2021). « The Pivot » est un second accélérateur qui a été créé en 2018 par l'agence « Innopreneurs ». Il a pour objectif d'assurer la formation, le mentorat, le coaching, le réseautage ainsi que tous les besoins d'une jeune start-up. Il est réservé aux start-up en cours de création ou ayant développé un produit ou service testé auprès des premiers clients ou utilisateurs. Un troisième accélérateur privé a été identifié par (Ould safi et Larabi 2021). Il

³⁶ Pour une revue exhaustive, il y a lieu de se référer au site internet du ministère des start-up à savoir "startup.dz" qui recense l'intégralité des incubateurs labellisés en Algérie. À travers les données de ce site, on constate que 16 wilayas sur 55 comptent au moins un incubateur, Alger domine le classement avec 14 incubateurs. Ceci témoigne donc de la concentration de ces structures dans la région algéroise.

s'agit de « l'institut Haba ». Il s'agit d'un institut sous forme d'accélérateur appartenant au professeur Haba, situé à Belouizdad. Cet institut contribue à développer l'innovation par l'accélération des start-up. À ces trois accélérateurs, on peut ajouter "Makers LAB" qui se définit comme un hub qui propose à la fois aux entrepreneurs de la région d'Oran des espaces de cotravail et des services d'accélération.

Conscient du sous-développement du réseau d'accélérateurs en Algérie, le gouvernement a créé sous le nom "Algeria Venture" un réseau d'accélérateurs de start-up. Le premier accélérateur de ce réseau a vu le jour en Mars 2021³⁷. Il est basé au niveau du parc des grands vents à Ouled Fayet à Alger. Cet accélérateur a été financé et réalisé entièrement par SONATRACH. Il propose des programmes de coaching et de formation au profit des start-up, il organise également des appels à candidatures pour sélectionner les projets les plus viables économiquement et accompagne les start-up durant toute la période d'accélération. "Algeria Venture" permet également aux start-up de trouver du financement pour leur projet innovant, à travers l'ASF.

Le premier programme d'accélération d'Algeria Venture au profit de 14 start-up a été lancé officiellement le 26 avril 2022 en partenariat avec "Google for startups Middle East and North Africa (MENA)". D'ici la fin de l'année 2022, cet accélérateur se fixe comme objectif d'accélérer pas moins de 100 start-up dans le but de leur permettre de développer des compétences managériales et technologiques³⁸.

Ainsi bien que l'environnement des accélérateurs n'est pas particulièrement développé, des initiatives louables notamment de la part du gouvernement émergent pour dynamiser ce volet du soutien de la start-up.

3.3.3. Les événements

Le premier événement de grande ampleur réalisé au profit des start-up en Algérie est la conférence nationale des start-up qui s'est tenue le mois d'octobre de l'année 2020. Cet événement a été préparé par le ministre délégué chargé des start-up. Plus de 1000 participants ont pris part à ce rendez-vous, on retrouve parmi eux des start-up, des incubateurs, des représentants d'institutions gouvernementales et financières, des opérateurs économiques, des experts, des associations, des universités et des centres de recherche. Une exposition regroupant 40 start-up a eu lieu durant cette manifestation afin de mettre en avant la créativité

³⁷ <https://www.aps.dz/economie/118434-djerad-inaugure-l-accelerateur-de-startups-algeria-venture> (consulté le 9 septembre 2021).

³⁸ <https://www.aps.dz/sante-science-technologie/139028-startups-algeria-venture-lance-un-programme-d-acceleration-en-partenariat-avec-google> (consulté le 28/04/2022).

de la jeunesse algérienne. L'événement s'est traduit par l'annonce de la création d'un fonds d'investissement consacré aux start-up. Ce fonds a été conçu de sorte à supporter l'incertitude associée à ces entreprises. Le président de la République a fait savoir lors de cette conférence qu'il allait mobiliser tous les efforts nécessaires pour endiguer la bureaucratie qui pèse sur l'émergence des initiatives innovantes, de sorte à permettre à tout porteur de projet d'obtenir un registre de commerce par le biais d'une seule déclaration. Un rappel des mesures fiscales apportées par la LF et LFC pour 2020 a également été mis en évidence.

Un deuxième événement de la même ampleur nommé "Algeria Disrupt 2022" a été organisé en mars 2022 par le ministère des start-up. Au cours de cet événement, un bilan sur l'activité du ministère depuis sa création en 2020 a été présenté. L'événement s'est également traduit par la présentation de nouvelles mesures en faveur des start-up telles que la prise en charge des frais inhérents à la PI, l'encaissement par les start-up exportatrices de leurs recettes en devises en plus de leur dispense des frais de domiciliation bancaire³⁹.

À côté de ces événements nationaux, des événements régionaux sont organisés ponctuellement par le ministère chargé des micro-entreprises, des start-up et de l'économie de la connaissance. Ces manifestations visent à animer l'écosystème de l'innovation à l'échelle régionale. Au cours de ces événements des conférences, des panels, des concours et des expositions sont organisés afin de mettre en évidence les start-up qui activent dans les différentes régions⁴⁰.

Trois événements de ce genre ont été organisés en 2021 en Algérie, le premier s'est tenu à Oran intitulé « Oran disrupt » en Mars 2021, un autre s'est tenu à Ghardaïa le mois de mai 2021 et le dernier a été organisé à Constantine le mois d'octobre 2021.

En dehors de ces initiatives publiques, des initiatives privées sont organisées également par des incubateurs et des accélérateurs en Algérie. Toutefois, elles sont peu médiatisées et donc difficilement identifiables. La plus populaire de ces initiatives est celle de "Algeria Startup Challenge (ASC)". ASC a vu le jour en 2018, soit bien avant la création d'un cadre réglementaire pour les start-up en Algérie. Cet événement en est à sa 4^{ème} édition. Le principe d'ASC consiste à lancer des appels à candidatures dans diverses thématiques dans l'objectif de valoriser et de soutenir les start-up les plus prometteuses dans leur secteur respectif. Ce soutien se matérialise par des récompenses financières allant jusqu'à 500 000 Dinars Algérien (DA) et une mise en relation avec des partenaires stratégiques.

³⁹ <https://www.aps.dz/economie/136577-algeria-disrupt-2022-de-nouvelles-mesures-incitatives-pour-renforcer-les-acquis-des-startups> (consulté le 28/04/2022).

⁴⁰ <https://www.aps.dz/regions/119135-startups-la-conference-oran-disrupt-prevue-samedi> (consulté le 9 septembre 2021).

3.3.4. Le gouvernement

Depuis 2019, celui-ci est très impliqué dans l'écosystème start-up en Algérie. En un court laps de temps, il a mis en place un cadre réglementaire, des incitations fiscales et a lancé un ministère, un fonds d'investissement et un réseau d'accélérateurs. Ceci renseigne sur le haut intérêt que celui-ci manifeste à destination des start-up.

3.3.5. Le capital humain

En matière de capital humain, (Ould safi et Larabi 2021) indiquent l'absence d'expérience chez les fondateurs de start-up en Algérie. Le même avis ressort de l'analyse de (Bamhammed, Berbaoui, et Benchellate 2021) qui soutiennent une faiblesse du capital humain en Algérie et son manque de qualification.

3.3.6. Le marché des start-up algériennes

(Ould safi et Larabi 2021) ont identifié la faible taille du marché comme un des défis auxquels sont confrontés les start-up en Algérie. Ces chercheurs ont avancé plusieurs facteurs qui contribuent au rétrécissement de la taille du marché, parmi ceux-ci le nombre d'habitants, le pourcentage de propagation de l'internet, le faible développement du commerce électronique et l'absence de la culture start-up elle-même.

3.3.7. Les sources de financement

(Ould safi et Larabi 2021) soutiennent que le financement est le défi le plus important que rencontrent les start-up en Algérie. Ces propos sont confirmés par la réalité du terrain qui montre qu'en 2019, l'Algérie s'est classée 14^{ème} en Afrique en termes de fonds levés avec seulement 4 millions de \$ mobilisés par la start-up de VTC Yassir. Elle est donc loin du Nigéria qui a réussi à mobiliser 37% des 2.02 milliards de \$ disponibles en Afrique en 2019.

Quatre types de financeurs potentiels de start-up peuvent être identifiés en Algérie: les BA, le crowdfunding, les dispositifs étatiques et le CR. Les points ci-dessous les abordent individuellement.

3.3.7.1. Les business angels

Le recensement de la population des BA en Algérie est très difficile compte tenu de la discrétion de ces acteurs dans les opérations qu'ils font et de la faible littérature académique les concernant (Baghli et Tabet Aoual 2021). Si le premier obstacle peut être généralisé à la population mondiale des BA (Morrisette 2007), le second s'avère spécifique au contexte

algérien. Une telle spécificité nous oblige à recourir à la littérature non académique pour recenser la population des BA en Algérie.

(Baghli et Tabet Aoual 2021) soutiennent que le concept de BA en Algérie a fait ses premiers pas à travers le réseau Casbah Business Angels (CBA). Ces auteurs estiment qu'il s'agit du seul réseau structuré de BA en Algérie qui active depuis 2012 et qui regroupe 50 BA dont des femmes avec un âge compris entre 35 et 60 ans. (Baghli et Tabet Aoual 2021) indiquent que ce réseau reçoit et accepte des entrepreneurs à tous les stades d'une start-up, mais que la plupart de ceux qui l'ont approché étaient au stade de l'établissement du produit minimum viable⁴¹. (Baghli et Tabet Aoual 2021) estiment que la participation au capital du CBA commence à partir de 4% et peut aller jusqu'à 35%, la moyenne étant de 15%. Quant au montant maximum investi par ses acteurs, il est de 15 millions de DA dans une start-up à forte VA.

Dans un article de blog, publié par (Hattou 2019), trois autres groupes de BA ont été identifiés à savoir : Markitor Business Angels, Créateurs d'avenir et Business Angels Algérie Diaspora (BAALDI).

« Markitor BA » indique sur son site internet⁴² qu'il possède un portefeuille large de personnes physiques et morales, d'ordre financier jugé comme fiables et sérieuses. Les projets au niveau de ce réseau passent par une étape de présélection au cours de laquelle les business plans sont examinés. Cette étape est suivie par une présentation orale des pitches par les entrepreneurs. Au terme de ces deux étapes, une analyse approfondie des projets retenus est menée. Cette phase débouche sur la valorisation et la rédaction des documents contractuels qui témoignent du niveau d'engagement de chaque BA qui compose le réseau.

La manière la plus formelle pour demander un financement chez « Markitor BA » est de les contacter sur leur site internet ou par le déplacement à leur siège social sis Centre d'Affaire Smahat-58, Rue Mohamed Khemisti, Sidi Bel Abbès 22 000 Algérie.

Le réseau « BAALDI » de BA se définit⁴³ « *comme des entrepreneurs aguerris, ayant des compétences avérées, de l'expertise dans leur domaine, de l'ambition et qui désirent participer à la réussite des projets portés par les jeunes* ».

Comme « Markitor BA », « BAALDI » exige des porteurs de projets la présentation d'un business plan et la signature d'une charte de confidentialité. Après avoir accompli ces deux

⁴¹ Est un produit qui regroupe certaines fonctionnalités clés et dont l'objectif est d'être testé auprès des consommateurs afin de récolter leurs avis.

⁴² <https://markitor.com/services/business-angels/> (consulté le 9 septembre 2021).

⁴³ <https://baaldi.org/> (consulté le 9 septembre 2021).

étapes, BAALDI soumet le projet aux investisseurs adhérents à son réseau pour étude et investissement si une opportunité s'avère fructueuse.

Le dernier réseau de BA mentionné par (Hattou 2019) est inconnu sur internet. Ceci suggère que celui-ci exerce dans l'ombre loin de toute médiatisation.

Au-delà de ces groupes de BA, (Hattou 2019) mentionne qu'en Algérie, des BA opérant individuellement sont actifs - *souvent des chefs d'entreprises, mais aussi des professionnels ou des commerçants ayant réussi leur carrière, ou encore des entrepreneurs ayant réussi leur affaire* -. Il indique toutefois que des statistiques ou des études n'ont pas encore été menées pour identifier ces acteurs importants de l'écosystème, afin de connaître leur volume d'investissements.

Ainsi, à l'exception des chiffres relatifs aux opérations d'investissements de CBA, l'apport réel de ces acteurs aux start-up est impossible à cerner en raison d'une absence totale de données. (Hattou 2019) regrette l'absence d'une réglementation pour promouvoir ce mode de financement. Il estime que celui-ci devrait s'insérer, d'un point de vue fiscal, dans un environnement incitant sa pratique.

3.3.7.2. Le crowdfunding

Le développement du crowdfunding en Algérie et au Maghreb semble être à son stade embryonnaire (Tekfi 2018). Une étude de 2017 de l'université de Cambridge⁴⁴ estime le volume des fonds collectés par les porteurs de projets en Afrique du nord à 4% soit le plus faible volume du continent.

Avant 2013, la pratique du crowdfunding en Algérie et au Maghreb se faisait principalement à travers des plateformes étrangères, principalement françaises (Tekfi 2018). Une étude de Switchmed⁴⁵ de 2016 sur la finance participative au sud de la méditerranée entre 2009 et 2015 fait état de 274 campagnes de crowdfunding lancées au Maroc, 70 campagnes lancées en Tunisie et 57 en Algérie. Selon cette même étude sur ces 57 campagnes, seuls 29 projets ont réussi à atteindre leur objectif de collecte, contre 32 en Tunisie et 126 au Maroc.

Cette même étude met en évidence un plus grand engouement de la part des particuliers en matière de crowdfunding en Algérie. Sur les 57 campagnes lancées, 75% émanent des particuliers contre 25% de campagnes lancées par des entreprises.

⁴⁴Voir: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-africa-middle-east-alternative-finance-report.pdf (consulté le 23/04/2020).

⁴⁵Voir: https://www.switchmed.eu/fr/documents/ge-green-entrepreneurship-corner/synthese-etude-crowdfunding_-fr.pdf (consulté le 23/04/2020)

La première initiative maghrébine en matière de création de PC a émané de l'Algérie courant 2013 avec l'apparition de « *Twizza* », plateforme spécialisée dans le don. Par ce nom, le créateur de cette plateforme a voulu moderniser et donner une dimension internationale à ce terme si cher à nos grands-parents au vue des valeurs qu'il diffuse (entraide, solidarité, humanisme...) ⁴⁶. Selon (Bourouba 2018) cette plateforme est considérée comme mort-né en raison de l'absence d'une réglementation encadrant le développement de la pratique dans le pays. En effet, l'un des premiers projets lancés par la plateforme en 2013 et portant sur le réaménagement d'un foyer d'accueil pour orphelin à Oran et dont la collecte est encore visible sur le site de la plateforme n'a réussi à collecter que 24 500 DA sur 200 000 DA. Le site de cette plateforme semble ne plus être mis à jour, sur les 21 projets qui y figurent, seulement deux ont réussi à atteindre leur objectif de collecte de fonds.

En 2014 une seconde plateforme a vu le jour en Algérie, il s'agit de « *Chriky* » spécialisée dans le crowdequity. Elle a été lancée par un groupe de jeunes diplômés en finance, en informatique et en audit. Cette plateforme n'a réussi à lancer que 50 campagnes, aucune d'entre elles n'a malheureusement atteint son objectif de collecte (Tekfi 2018). Actuellement 138 projets sont en attente d'approbation sur cette plateforme, preuve que la pratique fait l'objet d'un intérêt de la part du public.

En mai 2020, « *Ninvesti* » une nouvelle PC a vu le jour en Algérie. Elle propose trois modes de financement par crowdfunding à savoir le don avec ou sans contrepartie et le crowdequity. Huit projets y sont actuellement référencés. Cette plateforme semble toutefois s'inscrire dans la même tendance d'échec que les deux autres plateformes, et ce en raison de plusieurs facteurs spécifiques au climat Algérien.

Le thème du crowdfunding a fait l'objet de nombreux articles scientifiques en Algérie, plusieurs contraintes au développement de ce mode de financement semblent ressortir de ces articles. La première contrainte est liée à l'environnement, (Tekfi 2018) met en évidence l'absence d'une culture liée au financement participatif, le manque d'engouement des investisseurs et des porteurs de projets à l'égard de la pratique. D'autres auteurs parlent de l'absence du paiement électronique ⁴⁷ et de la sensibilisation des agents économiques

⁴⁶ Propos repris depuis l'entretien accordé par Karim Mansoura au quotidien El watan le 16/12/2013. Article consultable sur : <https://www.djazairiss.com/fr/elwatan/438703> (consulté le 23/04/2020).

⁴⁷ Ces dernières années, on note une croissance exponentielle de ce mode de paiement. Un rapport du « GIE monétique » qui est un organisme autorisé à superviser et contrôler les opérations de paiement automatique indique qu'en 2020 4.5 millions d'opérations de paiement ont été effectuées en ligne. **Source** : <https://giemonetique.dz/qui-sommes-nous/activite-paiement-sur-internet> (Consulté le 9 septembre 2020). De son côté le ministre de la poste et des télécommunications a souligné que les indicateurs du e-paiement via la plateforme monétique d'Algérie Poste avaient connu une nette amélioration en 2020, avec un taux de croissance

(Abdallah El Hirtsi, Feredj, et Toubine 2019; Bourouba 2018; Hattou 2019). Enfin, la contrainte réglementaire a été reprise par tous ces auteurs. Pour y remédier, le ministre délégué chargé des start-up a intégré dans l'article 45 de la LFC pour 2020 le statut de conseiller en financement participatif chargé de la création et de la gestion, sur internet, de plateformes de conseil en investissement participatif et de placement de fonds du grand public, dans des projets d'investissement participatif. L'exercice effectif de cette activité reste tributaire à nos jours de la publication par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) d'un règlement précisant les conditions d'agrément, d'exercice et de contrôle des conseillers en investissement participatif. L'initiative du ministre reste louable, toutefois il manque encore d'autres textes liés notamment à la définition de ce mode de financement et des formes qu'il peut prendre ainsi qu'aux conditions de création des PC.

À ces facteurs environnementaux, nous pouvons ajouter le manque de dynamisme que connaît le marché boursier⁴⁸, ce qui réduit les mécanismes de sortie des investisseurs en crowdequity.

D'autres contraintes qui incombent au fonctionnement des PC en Algérie ont été mises en évidence par (Abdallah El Hirtsi, Feredj, et Toubine 2019). Ces auteurs avancent les cinq arguments suivants pour justifier le manque de réussite que connaissent les plateformes algériennes :

- L'absence d'une sécurisation des domaines : les deux PC algériennes utilisent un protocole de communication client/serveur de type "http" qui est plus vulnérable par rapport au "https";
- L'absence de campagnes de promotion sur les réseaux sociaux afin de sensibiliser les utilisateurs à l'utilisation de la plateforme;
- L'absence d'une identification des développeurs et responsables de la plateforme;
- L'absence d'explications quant aux procédures de financement et d'investissement;
- L'absence d'un encadrement et d'un suivi des projets.

de 406% par rapport à l'année 2019. **Source** : <https://www.elwatan.com/edition/economie/encore-insuffisant-malgre-une-augmentation-sensible-03-01-2021> (Consulté le 9 septembre 2020).

⁴⁸ Pour remédier à ce problème, le président de la COSOB, a déclaré en marge de la conférence nationale sur les start-up organisée en Octobre 2020 qu'un projet de création d'un compartiment start-up au sein de la bourse d'Alger est en cours de développement. **Source** : <https://www.aps.dz/economie/110503-start-up-creation-d-un-compartiment-de-financement-au-sein-de-la-bourse-d-alger> (Consulté le 9 septembre 2020).

3.3.7.3. Les dispositifs étatiques

Ces dispositifs font référence à l'Agence Nationale de Soutien à l'Emploi des Jeunes (ANSEJ) dont l'appellation actuelle est l'Agence Nationale d'Appui et de Développement de l'Entrepreneuriat (ANADE) et le dispositif de la Caisse Nationale d'Assurance Chômage (CNAC) qui vise à la réinsertion des chômeurs dans le monde du travail par le biais de la création d'entreprises.

(Hattou 2019) a été le seul à mettre en évidence les limites de ces deux dispositifs dans le soutien aux start-up. Parmi les inadéquations de ces dispositifs pour le financement des start-up, on peut relever :

- Ces dispositifs demandent aux porteurs de projets d'être en situation de chômage total, or de nombreux entrepreneurs peuvent être salariés à temps plein ou partiel ou encore être étudiant. Un autre cas de figure qui peut se produire est que l'entrepreneur détienne une autre start-up;
- Les fonds de ces dispositifs ne peuvent être utilisés librement. (Hattou 2019) soutient que seules les prestations/achats de matériel sont pris en charge par l'ANSEJ. Ainsi la prise en charge des salaires ou des honoraires des développeurs et des commerciaux ne peut être assurée par cet argent. (Hattou 2019) soutient par ailleurs que bien que l'ANSEJ octroie une prime pour financer le Fonds de Roulement (FR), son montant est cependant limité et son existence même est remise en cause en raison de sa faible utilisation dans la pratique;
- La modification des statuts de la start-up suite par exemple à la réalisation d'une opération de levée de fonds ou suite à un renforcement du capital humain, l'exposerait à la perte des avantages fiscaux dont elle bénéficie dans le cadre de ces dispositifs.

Ces dispositifs s'avèrent donc comme particulièrement inadaptés aux start-up et semblent plus orientés vers l'entrepreneuriat dans l'économie traditionnelle (Hattou 2019).

3.3.7.4. Le capital risque

A été créé en Algérie par le biais de la loi n°06-11 du 24 juin 2006 portant création de SCI⁴⁹ pour le financement des PME. L'exercice de ces sociétés est conditionné par une autorisation obtenue auprès du ministère des finances après avis de la COSOB et de la banque d'Algérie (Article 10 de la loi n°06-11). En vertu de la loi, ces sociétés doivent être

⁴⁹ Est un terme générique dont le CR est une sous composante réservée au financement des entreprises en création (Himrane et Salhi 2019).

constituées sous la forme de Sociétés Par Actions (SPA), leur capital social minimum a été fixé par le décret exécutif 08-56 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de SCI à cent millions de dinars.

Cinq principales SCI exercent en Algérie :

- **La FINALEP** : La Financière Algéro-Européenne de Participation est un établissement financier de droit algérien spécialisé dans le Capital Investissement (CI). Sa création remonte à 1991 soit avant la promulgation de la loi sur le CI. Ont contribué à sa création à hauteur de 60% la Banque de Développement Local (BDL), le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) et à hauteur de 40%, des partenaires européens à savoir l'agence française de développement et la banque européenne d'investissement. (Boudali 2020) soutient que la contribution de la FINALEP au financement par CR reste faible, il ajoute que son domaine d'activité reste cantonné au financement de l'industrie traditionnelle (agroalimentaire, industrie textile, transformation du bois, exploitation minière).
- **AFRICAINVEST** : (Mohamed et Asma 2016) indiquent que cette société a été créée en 1994 et qu'elle fait partie « d'Integra Group », un fonds d'investissement et de services financiers basé en Tunisie. Les rapports d'activités de cette société sont indisponibles, car la société n'a pas créé un site internet spécialement conçu pour recenser ses activités en Algérie.
- **La SOFINANCE** : est un établissement financier public agréé par la Banque d'Algérie le 09 janvier 2001, doté d'un capital social de 5 milliards de dinars. Sa principale mission réside dans l'accompagnement de la modernisation de l'outil de production nationale et le développement de nouveaux produits financiers. Comme la FINALEP, les participations de la SOFINANCE restent limitées à l'économie traditionnelle. Parmi les projets qu'elle a financé : la SPA N'GAOUS, l'hôtel EL MAMALEK à Tiaret et l'hôtel MARAVAL à Oran⁵⁰.
- **La société saoudienne d'investissement (ASICOM)** : a été créée en 2004 par un commun accord entre les ministres des finances de l'Algérie et du Royaume d'Arabie Saoudite. Son capital est de 8 milliards de dinars, détenu à parts égales entre les deux États. Son siège social est situé à Alger. L'activité d'ASICOM n'a débuté qu'en 2008 (Boudali 2020; Mohamed et Asma 2016). Ses participations

⁵⁰ **Source** : <https://sofinance.dz/nosparticipations/> (Consulté le 9 septembre 2021).

restent axées sur les projets hôteliers et les centres commerciaux gigantesques (Boudali 2020).

- **EL DJAZAIR ISTITHMAR** : créée le 28 décembre 2009 par une initiative commune à deux banques Algériennes, la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) et la Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP) qui détiennent respectivement 70% et 30% de son capital de 1 milliards de dinars. Comme les autres sociétés de CI, celle-ci reste limitée au financement des PME relevant de l'économie traditionnelle.

Ainsi, bien que plusieurs sociétés de CI aient été créées en Algérie avec une habilitation à intervenir dans le financement à risque, on constate que ces dernières restent limitées au financement de l'économie traditionnelle (Abdessamie, Maki, et Doukhi-moukaddem 2021). Il semblerait donc que le secteur du CR en Algérie s'est fortement inspiré de la définition de l'activité retenue par la France qui ne fait pas une distinction claire entre activité à risque et activité relevant de l'économie traditionnelle (Bessis Joël 1988). Ce dernier cite la définition retenue par ce pays dans la loi de 1983 qui a créé le statut de fonds communs de placement à risque pour appuyer ses propos. Selon cette loi, « *le CR est l'investissement en FP ou en quasi FP, dans des sociétés non cotées en bourse, y compris les opérations de création et de transmission des entreprises* ».

L'industrie algérienne du CR apparaît par ailleurs comme étant semblable à l'industrie allemande lors de sa période de démarrage entre 1965 et 1972 qui a été décrite par (Dittmann, Maug, et Kemper 2004) comme étant axée sur le financement d'entreprises établies. Cette industrie était donc loin de réaliser à ce moment-là des investissements en CR au sens strict du terme⁵¹.

La littérature académique a fourni plusieurs explications à ce blocage. Ces dernières sont reprises ci-dessous :

- Le goût du risque et le sens de l'innovation financière sont des éléments qui sont absents de la culture financière de l'agent économique en Algérie (Himrane et Salhi 2019). La conséquence étant un manque de projets innovants (Mohamed et Asma 2016). Ces sociétés se retrouvent donc dans l'obligation de canaliser leur fonds vers des investissements peu générateurs en VA.
- La vulnérabilité des mécanismes de sortie qui rend la cession des participations difficile (Himrane et Salhi 2019). En effet, l'Algérie manque d'un marché financier

⁵¹ Voir chapitre 2 pour plus d'explications sur la définition du CR au sens strict du terme.

dynamique et liquide, ceci a pour conséquence selon (Mohamed et Asma 2016) de mettre les sociétés de CI dans une position de faiblesse lorsqu'elles envisagent leur sortie.

- Le manque de ressources est une autre raison avancée par (Mohamed et Asma 2016). En effet, ces sociétés n'ont que leurs FP comme ressources alors que les sociétés étrangères gèrent en plus de leurs fonds, des fonds provenant d'investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance, fonds de pension...).
- (Boudali 2020) soutient que les rares entrepreneurs qui se dirigent vers ces sociétés voient leur demande de financement rejetée en raison d'une ignorance totale de la façon d'exposer leur projet. Pour ce chercheur, cela renseigne de l'absence d'une préparation en amont au niveau des incubateurs.
- Un ensemble d'autres motifs ont été indiqués par (Boudali 2020) : caractère récent des start-up en Algérie, les procédures bureaucratiques et la non-concordance des lois, le faible développement technique et technologique, le caractère familial des entreprises algériennes. La conséquence de ces obstacles pour (Boudali 2020) a été la concentration du CR en Algérie sur le financement des entreprises publiques déficitaires et le financement des activités liées aux industries transformatrices qui n'exigent pas une prise de risque élevé.
- Pour (Hattou 2019), l'absence de grandes success-stories ayant marqué les esprits, au-delà de la première vague de start-up algériennes qui exercent depuis une dizaine d'années et qui ont réussi leur transition vers des entreprises établies telles que Ouedkniss, Emploitic... est un autre facteur qui incite ces fonds d'investissement privés à la prudence vis-à-vis de l'investissement au sein des start-up.
- La pénalisation de l'acte de gestion est une autre explication à la non-intégration des start-up dans le portefeuille d'activités de ces cinq sociétés de CI. Le caractère incertain et la forte probabilité d'échec de ces entreprises ont dû créer une méfiance à leur rencontre au sein de la population des SCI. Un tel règlement a eu des conséquences néfastes qui ont retardé et anéanti dans certains cas l'émergence de bon nombre de start-up et le développement de l'innovation. Actuellement, on parle de l'instauration d'une loi pour dépénaliser l'acte de gestion.

Face à l'inscription de l'activité de ces cinq sociétés de CI dans l'économie traditionnelle, le ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance a procédé à

la création d'un fonds dédié au financement des start-up, nommé "Algerian Startup Fund". Il s'agit d'une SCR publique, qui prend en charge le financement des entreprises disposant du label start-up, en FP et en quasi FP. Ce fonds est né de la collaboration du ministère des start-up et de 6 banques publiques⁵². Le fonds a été lancé le 3 Octobre 2020, lors d'une conférence nationale sur les start-up, intitulée "Algeria Disrupt 2020" qui a été organisée au Centre international des conférences à Alger⁵³. Ce fonds a commencé à exercer ses activités à partir de la fin janvier 2021⁵⁴, sous la direction d'Ahmed HAFTARI DG du fonds.

Concernant le plafond d'investissement de ce fonds, son DG a révélé à la presse que trois paliers de financement existent. Un financement à hauteur de 2 millions, 5 millions et jusqu'à 20 millions de dinars.

Vers la fin mars 2021, le DG du fonds a assuré que 35 dossiers de projets ont été déposés au niveau de ses services⁵⁵. Le premier projet approuvé par le fonds est porté par un jeune entrepreneur d'Oran. Il a ajouté que les projets déposés concernent plusieurs secteurs d'activités, dont l'intelligence artificielle, le e-santé, le e-commerce, l'éducation, la culture ainsi que l'industrie et le tourisme.

Ce fonds semble avoir un engouement certain aux yeux des start-up algériennes puisque vers la fin mai 2021, près de 60 projets innovants étaient en cours d'examen et de financement au niveau de ce fonds⁵⁶.

Dans cette thèse nous concentrerons notre analyse sur le financement par CR, et plus particulièrement sur les déterminants du financement des start-up algériennes par le fonds ASF⁵⁷. L'inadéquation de l'activité des cinq autres sociétés de CI qui exercent en Algérie avec l'incertitude associée à la start-up, nous a empêchés d'élargir cette étude à leur cas. Par ailleurs, l'informalité que revêt le financement par BA et le stade embryonnaire du crowdfunding en Algérie ont empêché l'examen de leurs déterminants de financement et nous

⁵² À savoir la BDL, le CPA, la BADR, la CNEP, la banque extérieure d'Algérie et la banque nationale d'Algérie.

⁵³ <https://www.algerie-eco.com/2020/10/02/start-up-le-fonds-de-financement-lance-ce-samedi/> (consulté le 13/07/2021).

⁵⁴ <https://www.aps.dz/economie/116314-le-financement-des-start-up-labelisees-par-l-asf-enclenche-jeudi> (consulté le 13/07/2021).

⁵⁵ <https://jeunessedalgerie.dz/algerian-start-up-fund-ahmed-haftari-fait-etat-de-35-projets-deposes/> (consulté le 13/07/2021).

⁵⁶ <https://www.aps.dz/economie/121933-pres-de-60-projets-innovants-en-cours-d-examen-et-de-financement-par-l-asf> (consulté le 13/07/2021).

⁵⁷ Nous aurions pu par ailleurs, nous intéresser aux déterminants du financement au niveau de l'Algerian Investment Fund (AIF). Cependant ce fonds est spécialisé dans le financement des start-up se situant à des phases ultérieures au démarrage. Selon le ministre délégué chargé des start-up, la création de l'AIF a pour objectif de compléter l'offre de financement à destination des start-up algériennes afin de la faire correspondre aux divers besoins de son cycle de vie.

ont conduits à nous focaliser sur le CR. Le prochain chapitre sera consacré à l'examen détaillé de ce mode de financement.

Conclusion du chapitre

Ce chapitre a été consacré à l'examen du cadre conceptuel de la start-up et de ses sources de financement. Le constat qui ressort de cette analyse est l'absence générale d'un consensus sur ce concept que ce soit en termes d'orthographe, de définition, de cycle de vie, de financement et de stade d'intervention des diverses sources de financement.

Ainsi, en matière de jeunes pousses, trois orthographe se côtoient - *startup*, *start-up* et *start up* - sans qu'il y ait un consensus sur une en particulier. En termes de définitions, la littérature académique et non académique ainsi que les gouvernements ont adopté une pléthore de définitions qui toutefois ont convergé vers les trois mots clés suivants : innovation, nouveauté et une combinaison des deux termes. Enfin, en matière de cycle de vie, certains chercheurs ont opté pour un cycle de vie en trois étapes à l'exemple de (Salamzadeh et Kawamorita 2015; Nguyen-Duc, Kemell, et Abrahamsson 2021; Kasych et Amelyaniuk 2020), d'autres en quatre étapes (Tamoore 2013; Söderblom et Samuelsson 2014), une dernière catégorie a opté pour un cycle de vie regroupant cinq étapes au moins (Dubocage et Rivaud-Danset 2006; Shvets 2018; Carrete et de Faria 2019).

L'absence d'un consensus nous a donc obligés à nous positionner par rapport aux points où figuraient des divergences. Nous avons ainsi retenu une orthographe et une définition conformes au contexte algérien. Ce contexte a également été le déterminant de la sélection d'un positionnement en matière de cycle de vie et de financement, où nous avons retenu celui de (Reisdorfer-Leite et al. 2020).

Au-delà du positionnement par rapport à des concepts spécifiques, ce chapitre a également mis en évidence les conditions d'émergence des start-up en Algérie, leur cadre réglementaire, ainsi qu'un état des lieux sur leurs sources de financement.

Cette forme d'entreprise s'est donc vue propulser au-devant de la scène suite à l'avènement d'un nouveau président à la tête du pays qui a fait des start-up le fer de lance de son programme économique afin de couper la chaîne de la dépendance aux hydrocarbures (Boudali 2020). Son engagement s'est concrétisé par un ensemble de mesures telles que la création d'un ministère dédié aux start-up et d'un cadre réglementaire et fiscal attrayant pour ces entreprises.

En outre, l'examen des divers modes de financement et de soutien qui s'offrent à ces entreprises en Algérie nous a permis de constater divers problèmes. Ainsi, l'accompagnement en matière d'incubateurs et d'accélérateurs s'est révélé être insuffisant par rapport à ce qui se fait ailleurs dans le monde et en Afrique. Le gouvernement conscient de ce problème a engagé

diverses initiatives, la plus louable a été la création du réseau d'accélérateur "Algeria Venture".

En matière de financement, l'activité des BA revêt un caractère très informel et à l'exception du réseau CBA, des rapports d'activités sur ces groupes d'investisseurs sont indisponibles. Ce financement souffre également de l'absence d'un cadre réglementaire et fiscal incitatif (Hattou 2019). En matière de crowdfunding, l'Algérie a été la pionnière en Afrique du Nord dans le lancement d'une PC, toutefois, malgré ce caractère pionnier, ce mode de financement n'a pas eu le succès escompté en raison d'un ensemble de contraintes liées à l'environnement réglementaire et économique. Le financement par CI dont le CR constitue une composante a été également initié très prématurément en Algérie, avant même l'apparition d'un cadre réglementaire, cependant les cinq sociétés qui y exercent sont restées cantonnées au financement de l'économie traditionnelle. Conscient de l'inadéquation de l'activité de ces sociétés avec les spécificités et les exigences des start-up, le ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance a lancé un fonds de CR public intitulé ASF qui est destiné exclusivement au financement des start-up.

Face aux contraintes qui pèsent sur le fonctionnement des financements par BA et par crowdfunding en Algérie, nous avons décidé de nous focaliser uniquement sur l'étude des SCR et plus particulièrement sur les déterminants du financement des start-up au sein du fonds ASF.

Le prochain chapitre explore plus en détail le financement par CR, il abordera notamment son émergence, son fonctionnement, ainsi que les différents acteurs qui y interviennent.

Chapitre 2 :

Le capital risque : histoire, principe, fonctionnement et acteurs

« La politique d'être trop prudent est le plus grand risque de tous »

Jawaharlal Nehru

Introduction au chapitre

L'émergence moderne du CR en tant que mode de financement des entreprises innovantes s'est concrétisée selon (Cherif 2008) par l'apparition d'un certain nombre de poids lourds industriels tels qu'Intel, Genentech, Fedex, Compaq ou plus récemment Skype et Baidu et par un engouement sans précédent pour la création d'entreprises innovantes aux États-Unis et en Europe. Pour (Lachmann 1999), le CR nous a fait prendre conscience de l'extraordinaire potentiel des nouvelles et jeunes entreprises sur les créneaux à fort potentiel de croissance comme les biotechnologies, l'informatique et les Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC).

Cependant malgré ces succès retentissants et la prise de conscience qu'a suscité le CR, il reste un mode de financement relativement méconnu, et ce même dans les pays où il a fait ses preuves. Pour (Bessis Joël 1988), ce caractère énigmatique tient aux particularités de cette activité.

Dans le chapitre précédent, notre définition du CR a fait ressortir quelques termes clés tels que : financement par actions, entreprise à fort potentiel de croissance, expertise en matière de gestion. Une telle définition ne donne qu'une vision approximative de cette activité (Bessis Joël 1988) et ne peut donc mettre en évidence les principes de ce mode de financement.

Ce chapitre vise donc à éclairer les points d'ombre qui entourent ce mode de financement. Nous retracerons ainsi dans la première section l'histoire et l'expansion de ce mode de financement. Dans la seconde section, nous mettrons en évidence le cadre fonctionnel du CR en nous intéressant aux acteurs qui y interviennent, au processus d'investissement des SCR et à leur organisation interne. La dernière section essayera de répondre à la question suivante : pourquoi le CR existe-t-il ?

Section 1 : Le cadre historique du capital risque

Bien que les historiens associent l'apparition du CR moderne à la fin de la seconde guerre mondiale, des preuves suggèrent que ce mode de financement a existé de tout temps (Dubocage et Rivaud-Danset 2006).

1.1. Les origines du capital risque

L'époque glorieuse des expéditions espagnoles et portugaises des 15^{ème} et 16^{ème} siècles a souvent été associée à l'émergence du CR par les historiens. Cette période a vu des aventuriers capitalistes tels que Christophe Colomb et De Gama recourir à des investisseurs qui ne craignaient pas les risques pour financer leurs expéditions (Lachmann 1999; Guilhon et Montchaud 2008). Ces aventuriers ne possédaient rien d'autre que leur art de naviguer et leur pouvoir de diriger un équipage pour les amener en lieux lointains.

Toutefois, des preuves fournies par (Guilhon et Montchaud 2008) montrent que ce mode de financement date au moins de l'antiquité où l'un des premiers entrepreneurs de l'industrie alimentaire et fondateur de la géométrie moderne - *le Grec Thales de Millet* - ayant misé sur une bonne récolte d'olives a su convaincre des financiers d'investir dans ses moulins à huile, ce qui fit leur fortune et la sienne.

Par ailleurs, (Guilhon et Montchaud 2008) indiquent que la deuxième révolution industrielle⁵⁸ qui a eu lieu à la fin du 19^{ème} siècle doit son impulsion à des investisseurs audacieux qui n'ont pas hésité à financer des jeunes entreprises qui s'appelleront General Electric, Ford...

Ainsi, l'esprit du CR s'est manifesté invariablement au cours de l'histoire en instaurant une dynamique innovante qui s'est traduite par un accroissement du niveau de vie et ce grâce à une association entre des porteurs de projets ingénieux et des financiers enclins à prendre des risques.

1.2. La naissance du capital risque moderne

Les historiens associent la naissance du CR moderne à la création de l'American Research & Development Corporation (ARD); premier organisme de CR créé à Boston en 1946.

La création de cet organisme a été selon (Bertonèche et Vickery 1987) une réaction à l'inquiétude qui prévalait chez les hommes d'affaires américains qui ne trouvaient pas des financiers pour soutenir les entreprises issues des programmes militaires. Cette inquiétude se

⁵⁸ Contrairement à la seconde révolution industrielle, la première doit son avènement à l'institutionnalisation progressive des fonctions des banques commerciales (Guilhon et Montchaud 2008).

reflète dans les déclarations de Ralph Flanders - *sénateur américain* - en Juin 1946 : « pendant mes dernières années de ma présidence à la banque fédérale de réserve de Boston, je suis devenu préoccupé par la manière dont une part grandissante de la richesse financière de ce pays est concentrée entre les mains d'institutions qui ne doivent rechercher que la sécurité de leur placement. Ceci est en soi un processus naturel, mais il rend le financement de nouvelles entreprises de plus en plus difficile ». Outre les problèmes financiers, (Guilhon et Montchaud 2008) soutiennent que les élites de l'époque voyaient en la création d'entreprises technologiques qui seraient financées par du CR une solution au déclin de leur région (difficultés de l'industrie textile, désindustrialisation, chômage).

C'est dans ce contexte que le sénateur Flanders accompagné du président du Massachusetts Investors Trust et du président du Massachusetts Institute of Technology (MIT) ont lancé ARD qui allait servir de modèle à la pratique du CR. Pour (Bertonèche et Vickery 1987) le succès de cette institution et le rayonnement général de ce nouveau métier est celui du général George Doriot⁵⁹ qui fut nommé président de ARD en décembre 1946.

Les conditions d'émergence d'ARD ont poussé (Guilhon et Montchaud 2008) à souligner que le CR en tant qu'institution financière n'est pas le résultat d'une évolution naturelle à partir d'un ensemble d'investisseurs informels qui progressivement formalisent leurs pratiques, mais plutôt une création consciente des élites de la société civile et du milieu des affaires de la côte est et plus spécialement de la Nouvelle-Angleterre répondant ainsi à ce qu'ils voyaient comme un besoin économique et social.

ARD avait pour fonctions de drainer de l'épargne vers des jeunes entreprises innovantes ayant un haut niveau de risque et de les accompagner dans la conduite de leurs affaires. Au cours des cinq premières années d'activité d'ARD, 66% des investissements réalisés concernaient la chimie et l'équipement industriel (Guilhon et Montchaud 2008). Par la suite, lorsque l'industrie électronique s'est développée en 1950, les investissements dans ces deux secteurs ont diminué au profit de cette nouvelle industrie, de l'analyse de données ou encore des instruments scientifiques. Cette réorientation des investissements d'ARD vers des domaines plus technologiques lui a permis de rencontrer le succès escompté en multipliant notamment sa mise initiale de 6000 fois dans Digital Equipment Corporation (Mougenot et

⁵⁹(Bertonèche et Vickery 1987) fournissent la biographie suivante de George Doriot : « est français d'origine parti pour le nouveau monde à l'âge de 22 ans. Bien qu'il ait un diplôme en mécanique, il s'est tourné vers l'enseignement de la gestion des entreprises et il est devenu professeur à la Harvard Business School. Naturalisé américain, il s'est mis au service du Pentagone lors de la guerre où il est devenu directeur adjoint de la R&D avec le rang de général ».

Poncelet 2007). Cet investissement est de nos jours considéré comme l'un des plus beaux deals de l'histoire du CR.

ARD a été structurée comme un fonds de placement à capital fixe côté en bourse (P. Gompers et Lerner 2001). Ce fonds mobilise des capitaux à l'avance en vendant des actions aux investisseurs. Si ces derniers ne souhaitent plus détenir l'investissement, ils peuvent vendre les actions sur une bourse publique à d'autres investisseurs. Cette disposition a permis au fonds d'investir dans des actifs non liquides, en sachant qu'il n'aurait pas besoin de rembourser le capital des investisseurs dans un délai incertain. Ces investisseurs étaient principalement des particuliers (P. Gompers et Lerner 2001), en effet les investisseurs institutionnels n'étaient pas à cette période disposés à investir, invoquant notamment les risques associés à ce nouveau mode de financement.

Cette structuration adoptée par ARD a vite montré ses limites⁶⁰ (P. Gompers et Lerner 2001), en témoigne le déclin d'ARD dans les années 70 où elle a été vendue au conglomérat Textron et n'a depuis joué aucun rôle significatif dans le développement du CR (Guilhon et Montchaud 2008). À partir de ce moment-là, le paysage du CR a commencé à adopter une nouvelle forme organisationnelle qui dominera jusqu'à nos jours le modèle d'organisation des SCR⁶¹; la société en commandité. Le commandité est l'organisme de CR qui est en charge de la gestion des fonds et les commanditaires regroupent les apporteurs de capitaux.

La première SCR organisée en société en commandité est créée en 1959, il s'agit de Draper, Gaither et Anderson (P. Gompers et Lerner 2001; Guilhon et Montchaud 2008). Elle ne connaîtra pas un grand succès et sera liquidée en 1967 contrairement à une autre société en commandité - *Davis et Rock* - lancée en 1961 à San Francisco qui a vu son investissement initial de 3 millions de dollars se transformer en 100 millions de gains.

À côté des sociétés en commandité, le gouvernement américain sous l'impulsion de la Small Business Administration (SBA) a créé des structures locales appelées Small Business Investment Corporations (SBIC). En moins de 4 ans plus d'une centaine de SBIC ont vu le jour aux États-Unis. Bien que des auteurs aient souligné l'importance de ces structures, (P. Gompers et Lerner 2001) notent que ces dernières étaient mal conçues, dans le sens où elles

⁶⁰ Exemple : vente des actions à des investisseurs inappropriés tels que des personnes âgées qui avaient besoin d'un revenu courant élevé plutôt que des gains en capital à long terme. Lorsque les profits immédiats promis par des courtiers sans scrupules ne sont pas matérialisés, ces investisseurs évacuaient leur frustration sur les capitaux-risqueurs (P. Gompers et Lerner 2001).

⁶¹ Le succès de cette forme d'organisation a été expliqué par (V. Mehta 2004) qui indique que la société en commandité évite aux commanditaires les coûts de diligence et de surveillance des entreprises investies en les transférant aux commandités. Ce transfert n'est cependant pas sans coûts puisque l'organisme de capital risque perçoit des frais de gestion annuels qui représentent entre 1.5% et 3% du capital engagé dans le fonds (Hand 2005).

ne favorisaient pas une association avec des SCR. Par ailleurs le manque d'expérience des acteurs à la tête des SBIC a conduit à des investissements dans des entreprises aux perspectives peu prometteuses. (P. Gompers et Lerner 2001) concluent en indiquant que la plupart des SBIC se sont effondrées à la fin des années 60 et dans les années 70.

Depuis ces premiers développements en 1946, le CR a connu une expansion relativement lente (Bessis Joël 1988; A. L. Zacharakis, McMullen, et Shepherd 2007). Toutefois à partir de 1970, la profession a connu une croissance accélérée et spectaculaire qui a débouché sur les premières vagues de « success stories » comme Intel et Apple dans la micro électronique. BIOGEN et GENENTECH dans les biotechnologies ou encore Federal express dans les communications (Bessis Joël 1988). Ce même auteur estime que cette expansion est due à la réunion des circonstances suivantes :

- Un marché boursier haussier;
- Un assouplissement des règles de gestion des caisses de retraite en les autorisant à placer une fraction de leurs avoirs dans des petites affaires risquées;
- Une combinaison d'une offre de capital avec des projets innovateurs et à fort potentiel;
- Un cadre fiscal incitatif (abaissement des taux d'imposition des gains en capital de 28% à 20% entre 1978 et 1982);
- La grande notoriété médiatique des « success stories ».

Parmi les autres éléments qui ont soutenu cette expansion, il y a la création d'un marché financier dédié aux entreprises technologiques appelé National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) qui offre aux organismes de CR des opportunités de sortie intéressantes et l'arrivée sur le marché du CR de nouveaux acteurs tels que les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés industrielles qui créent leur propre structure d'investissement (Guilhon et Montchaud 2008). L'arrivée de ces nouveaux acteurs s'est traduite par une croissance de l'offre de CR aux États-Unis qui est passée de 570 millions de \$ en 1980 à 3320 millions en 1989. Un autre élément qui a contribué à cette croissance a été indiqué par (V. Mehta 2004), il s'agit de l'apparition des gardiens, ces derniers en plus de leur activité de conseil à destination des investisseurs institutionnels, permettent aux SCR de réduire considérablement les coûts de collecte de fonds. Ces gardiens ont donc constitué selon (V. Mehta 2004) une innovation organisationnelle qui a aidé le marché du CR à fonctionner plus efficacement.

Cette expansion de l'industrie du CR, s'est traduite également par son internationalisation. À cet égard, (Guilhon et Montchaud 2008) soulignent que les années 80 marquent un tournant dans le sens où le CR cesse d'être typiquement américain. Ce mode de financement a progressivement commencé à se développer en Europe et dans d'autres pays tels que le Japon.

(Bertonèche et Vickery 1987) ne partagent pas ce point de vue puisqu'ils indiquent que le développement du CR en Europe est plus ancien et émane d'une initiative du général Doriot datant de 1962 qui voulait partager sa passion pour son métier avec son continent d'origine. Cette année-là, le général Doriot a lancé Technical Development Capital (TDC) en Angleterre, une SCR financée par des fonds de retraite et des assurances. Cette société s'est traduite par un échec en raison de l'absence d'investissements prometteurs (Bertonèche et Vickery 1987). Sa seconde tentative, European Enterprise Development (EED) en 1965 a contribué d'une part à la promotion du CR sur ce continent et à la réalisation d'un certain nombre d'investissements intéressants et a d'autre part révélé les contraintes qui pèsent sur son développement (difficultés de trouver des partenaires financiers de qualité, rareté des voix de sortie).

Les intentions de développer le CR en Europe se sont concrétisées par la création de l'association européenne de CR (EVCA) en 1983 et par le lancement de l'European Seed Capital Fund Network (ESCFN) en 1991, avec comme objectif le développement des sociétés spécialisées dans le financement du capital d'amorçage ou de faisabilité (Lachmann 1999). Avant la création de ce fonds, (Bessis Joël 1988) a mis en évidence d'autres initiatives transnationales à l'image « d'euroventures » qui est un réseau de CR européen qui regroupe une trentaine de grands groupes industriels et financiers dans une holding qui avait réuni 420 millions de francs en 1988.

Dans ce continent, le CR s'est développé le plus rapidement en Grande-Bretagne (Bessis Joël 1988), grâce à l'instauration par les pouvoirs publics du programme Business Expansion Scheme (BES) qui consistait à détaxer les montants investis dans les entreprises non cotées dans la limite d'un plafond de 40 000 livres. La France de son côté, bien qu'elle ait souffert d'un décalage d'une dizaine d'années, a réussi à se glisser à la troisième place mondiale (Lachmann 1999).

Les années 90 correspondent à un essor considérable du CR aux États-Unis et en Europe, essentiellement à partir de 1995 avec un sommet atteint en 2000 (Guilhon et Montchaud 2008). Pour ces auteurs, cette période était caractérisée par des multiples opportunités d'investissement dans des start-up innovantes dans le secteur des NTIC, de l'informatique et de la Biotechnologie. En Europe, cette décennie est marquée par la création de marchés

destinés à financer des entreprises technologiques en forte croissance. À l'image du NASDAQ, l'Europe créa l'European Association of Securities Dealers Automated Quotation (EASDAQ).

Ce boom des années 90 s'arrêta brutalement avec l'entrée dans le 21^{ème} siècle et l'éclatement de la bulle internet (Guilhon et Montchaud 2008). Ces mêmes auteurs soulignent que les montants investis aux États-Unis sont ainsi passés de 104 532 millions de \$ en 2000 à 40 547 millions \$ en 2001. En Europe, alors que 20 580 millions de \$ ont été investis en 2000, l'année 2001 s'est traduite par un investissement de l'ordre de 13 387 millions de \$. Les effets de la bulle internet ont perduré jusqu'en 2006 où une reprise a été constatée sur les deux marchés susmentionnés (Guilhon et Montchaud 2008).

Les multiples crises⁶² qui ont caractérisé l'émergence moderne du CR, ont accéléré selon (Lachmann 1999) la mutation de la profession vers le capital développement ou le capital transmission et le retrait des petits tickets de participation sur les créneaux de la création et de l'innovation. Ces crises ont ainsi permis l'avènement d'un nouveau métier à savoir le CI; un financement en FP qui couvre toutes les phases du développement de l'entreprise. Le point ci-dessous aborde avec plus de détails ce nouveau mode de financement.

1.3. Du capital risque vers le capital investissement

Le CI a été défini par (Mougenot et Poncelet 2007) comme un mode particulier de financement des entreprises non cotées tout au long de leur existence. Pour (Cherif 2008), le CI peut être défini comme l'activité d'apports en FP par des investisseurs spécialisés à des sociétés non cotées quel que soit leur niveau de développement. De son côté, (Guilhon et Montchaud 2012) définissent le CR comme des investissements en FP dans des entreprises au cours des toutes premières années de leur existence où elles ne génèrent aucun profit. De ces définitions ressort un constat clair : le CR et le CI ne sont pas des synonymes (Lachmann 1999).

Toutefois, ces deux concepts ne sont pas si éloignés que cela, en effet le CR constitue de nos jours une composante ou un sous-ensemble du CI (Guilhon et Montchaud 2012; Himrane et Salhi 2019), qui regroupe les quatre métiers suivants :

- Le capital risque;
- Le capital développement;

⁶² Deux crises ont caractérisé l'émergence moderne du CR à savoir, le premier choc pétrolier en 1973 et l'éclatement de la bulle internet en 2000. Pour (Battini 1998) la récession entraînée par le premier choc pétrolier est un mal pour un bien, puisque la plupart des salariés licenciés des grandes entreprises se sont reconvertis en lançant des entreprises technologiques ce qui a généré une nouvelle dynamique économique.

- Le capital transmission;
- Le capital retournement.

1.3.1. Le capital risque

Pour (Lachmann 1999; Himrane et Salhi 2019), le CR englobe trois métiers bien distincts qui forment la profession du CR au sens strict (celui de son origine américaine) à savoir :

1.3.1.1. Le capital d'amorçage

Est le financement très en amont du démarrage d'une entreprise afin de prouver la faisabilité de l'idée ou du projet.

1.3.1.2. Le capital création

Permet selon (Lachmann 1999) de faire face à une partie des dépenses initiales telles que les frais d'établissement, l'acquisition d'équipements, les frais d'exploitation. Ce financement permet selon les termes de cet auteur de répondre aux lacunes du financement des start-up.

1.3.1.3. Le capital post création

Permet de soutenir le lancement industriel et commercial du projet en finançant les campagnes publicitaires et les activités marketing (Lachmann 1999).

1.3.2. Le capital développement

Intervient lorsque l'entreprise atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits (Mougenot et Poncelet 2007). Le capital développement est généralement mobilisé pour renforcer la politique commerciale, le lancement d'un nouveau produit, la pénétration des marchés étrangers (Lachmann 1999). Il accompagne donc la croissance interne et externe de l'entreprise (Cherif 2008).

(Lachmann 1999) distingue trois sous étapes du développement de l'entreprise que permet de financer le capital développement :

- Le financement du second stade de développement qui permet de couvrir le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) résultant de la croissance des ventes;
- Le financement de l'expansion ou du 3^{ème} tour de table qui permet la réalisation des nouvelles extensions des capacités de production ou du réseau commercial;
- Le financement d'attente ou le financement relais qui permet à l'entreprise de préparer la reprise par une autre société ou l'introduction en bourse.

1.3.3. Le capital transmission ou le capital reprise

Le CI accompagne l'entreprise pour engager une nouvelle poussée de croissance ou pour se retirer en vendant l'affaire. Les techniques financières utilisées ici sont directement inspirées du Management Buy Out (MBO)⁶³ ou Leveraged Buy Out (LBO)⁶⁴ utilisant l'effet de levier financier à travers une holding et l'appel à l'endettement. Les repreneurs peuvent être les dirigeants en place, une équipe extérieure ou un mélange des deux.

1.3.4. Le capital retournement

Apporte des financements et des moyens humains à des entreprises en difficulté disposant de bons fondamentaux, mais faisant face à des problèmes financiers pouvant limiter l'intérêt d'acteurs plus traditionnels. Les financements apportés ici offrent généralement une dernière chance à l'entreprise pour se redresser.

Au-delà de présenter les métiers du CI, ce point a permis entre autres de lever l'ambiguïté sur-le-champ du CR qui a tendance à être élargi aux financements et aux transmissions d'affaires existantes (Bessis Joël 1988). Dans le cadre de cette thèse, nous limiterons le champ d'exercices du CR au sens strict du terme⁶⁵ qui porte sur le financement du démarrage de la start-up qui est caractérisée par l'absence de garanties et par une grande incertitude.

Après avoir exploré dans cette section le cadre historique du CR, nous aborderons dans le prochain point, le cadre fonctionnel du CR.

Section 2 : Le cadre fonctionnel du capital risque

Les fonctions de base du métier de CR sont directement liées au processus séquentiel d'investissement et de suivi des affaires (Bessis Joël 1988). Afin de bien comprendre ce processus, il s'avère important de définir à priori les acteurs qui interviennent dans le financement par CR.

2.1. Les acteurs du capital risque

Trois principaux acteurs interviennent dans le cadre d'une opération de financement par CR à savoir : les investisseurs qui confient leurs capitaux, les SCR et les bénéficiaires (Lachmann 1999; Bessis Joël 1988). D'autres acteurs identifiés par (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) peuvent aussi intervenir à l'image des conseillers (auditeurs, experts industriels...) qui contribuent à la diligence raisonnable de la SCR.

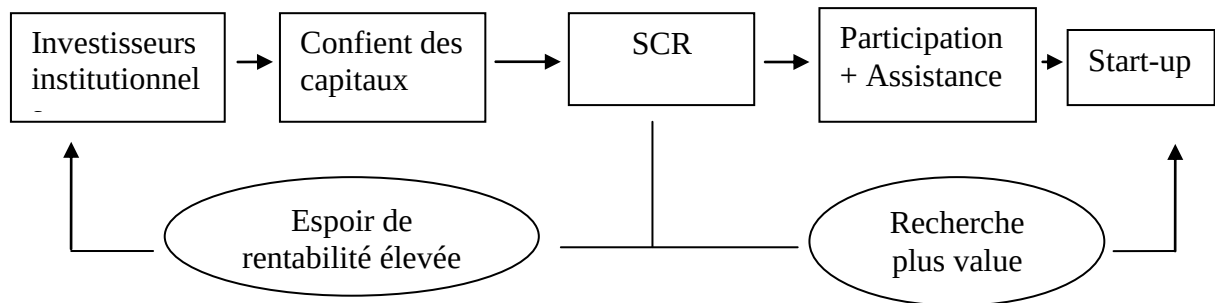
⁶³ Ou rachat de l'entreprise par ses cadres.

⁶⁴ Ou rachat avec effet de levier qui est un montage financier permettant le rachat d'une entreprise par le biais d'une société holding.

⁶⁵ Par opposition avec le sens large du terme qui prône pour la confusion du concept du CR avec celui du CI.

La figure ci-dessous illustre les principaux opérateurs du CR ainsi que leur aspiration.

Figure N°1 : Les opérateurs du CR.



Source : Lachmann, Jean. 1999. *Capital-risque et capital-investissement*. Paris: Economica. p.17.

2.1.1. Les investisseurs

Peuvent être des personnes physiques ou des investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance, Banques) qui apportent leurs capitaux en espérant en contrepartie des risques pris obtenir une rentabilité différée élevée (Bessis Joël 1988). (Mougenot et Poncelet 2007) avancent plusieurs motivations à l'investissement de cette catégorie d'investisseurs dans les fonds de CR à savoir : la recherche d'une rentabilité supérieure à celle d'un investissement sans risque de type obligation d'État, la diversification du portefeuille de placement notamment par rapport aux marchés financiers structurés (actions et obligations) et la possibilité de développer des coopérations avec les sociétés de portefeuille.

Ces investisseurs confient généralement leurs capitaux aux SCR pour une durée plus ou moins longue, qui s'étale généralement sur 10 ans (Lachmann 1999). (Bessis Joël 1988) rappelle que ces fonds ne sont pas engagés sur la durée totale du fonds. En effet, 2 à 3 années sont nécessaires pour engager les capitaux et 2 à 3 autres pour la cession des participations, l'investissement ne dure à la fin que 5 ans.

Au cours des premières années qui ont vu naître le CR moderne, ces investisseurs étaient principalement des particuliers (Liles 1977). L'originalité de ce mode de financement et l'absence d'incitations fiscales figurent parmi les raisons qui ont empêché les investisseurs institutionnels de placer leurs fonds. Sur ce sujet, (Kortum et Lerner 2000) indiquent qu'entre 1946 et 1976, les flux d'argent dans les fonds de CR n'ont jamais dépassé quelques centaines de millions de dollars par an. Toutefois à partir de 1979 et l'adoption par le ministère américain du travail de l'amendement qui a permis aux gestionnaires de fonds de pension d'investir dans des actifs à haut risque, les fonds versés dans l'industrie du CR ont augmenté de façon spectaculaire.

Le début des années 2000, a vu la création de fonds et l'investissement dans le CR par les grands groupes industriels (Mougenot et Poncelet 2007). Ces investisseurs sont désignés par le terme anglais : Corporate Venture Capital (CVC). En plus de réaliser d'éventuelles plus-values, cette activité permet à ces grands groupes de rester en contact avec les nouvelles idées et de pratiquer la veille technologique en plus d'avoir un droit de préemption sur celles-ci en cas de succès.

Dans son étude, (Smit 2008) a conclu que le mode de financement du fonds est susceptible d'influencer le type de projets à financer. Ainsi, un fonds financé par des particuliers fortunés se concentre sur un retour sur investissement élevé, contrairement à un fonds financé par une fondation qui se concentre sur un impact social positif.

2.1.2. Les sociétés de capital risque

Ont pour missions de collecter des fonds auprès des investisseurs institutionnels et de les engager dans des entreprises prometteuses dotées de fortes perspectives de croissance. En plus du placement, les SCR doivent exercer un contrôle et une activité de conseil au sein de son portefeuille d'investissement.

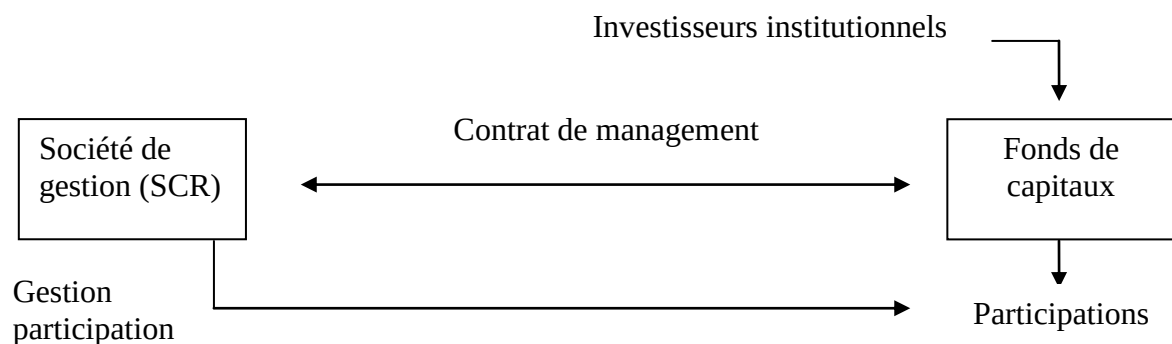
La SCR réunit plusieurs profils tels que des experts comptables, des anciens entrepreneurs, des hommes d'entreprise, des diplômés de grandes écoles de commerce ou d'ingénieur et/ou des titulaires d'un Master of Business Administration (MBA). Le poids des financiers dans ces équipes varie selon l'affiliation de la société à un groupe financier (Bessis Joël 1988). Ces profils sont réunis au sein d'équipes de petite taille (moins de 10 personnes) qui recourent généralement à des experts extérieurs lorsqu'il s'agit de procéder à des investigations préinvestissement (Cherif 2008). (Mougenot et Poncelet 2007) indiquent qu'en règle générale, les SCR réunissent les profils suivants :

- **Des associés seniors** : Chargés de la direction de la SCR qu'ils ont fondée;
- **Des associés juniors** : Chargés de gérer de manière autonome les investissements, sans toutefois disposer d'un droit de veto sur les décisions d'investissement;
- **Des chargés d'affaires seniors** : Sont responsables du suivi des investissements et participent activement à l'étude des dossiers d'investissement;
- **Des chargés d'affaires juniors** : Assistent les chargés d'affaires seniors dans le suivi des investissements et dans l'étude des dossiers;
- **Secrétariat juridique** : Chargé de coordonner les nombreux aspects juridiques des acquisitions et de la vie sociale des sociétés en portefeuille.

Les SCR peuvent être organisées sous la forme d'une structure unique ou d'une structure duale (Mougenot et Poncelet 2007). La structure unique fait référence selon ces auteurs au modèle traditionnel d'organisation, elle regroupe en son sein les fonds levés et l'équipe de managers (les investisseurs en capital). Au sein de cette structure, la durée de vie se confond donc avec la durée du fonds et la totalité des fonds sont généralement appelés à la création.

La structure duale est le modèle qui prédomine actuellement. On trouve ici à côté d'un véhicule d'investissement appelé fonds, une société de gestion constituée essentiellement par les managers appelée SCR. Au sein de cette structure, les fonds sont appelés auprès des investisseurs au fur et à mesure que les investissements se réalisent. La figure ci-dessous illustre le fonctionnement de la structure duale.

Figure N°2 : Principe de la structure duale.



Source : Mougenot, Gilles, et Christian Poncelet. 2007. *Tout savoir sur le Capital Investissement: Capital risque, capital développement, LBO*. 4e édition. Paris: Gualino Editeur. p.273.

L'idée directrice de cette structure est de dissocier la société de gestion du véhicule d'investissement (le fonds). Une telle structure permet à la société de gestion de durer au-delà de la vie du fonds qui est limitée dans le temps. Ainsi dans le cadre de cette structure, les investisseurs institutionnels sont exonérés de la gestion de leur fonds. De manière concrète, lorsque l'entrepreneur recherche un financement, il rentrera en contact avec les membres d'une société de gestion appelés investisseurs en capital et ne rencontrera jamais les investisseurs institutionnels. Cependant, si l'opération se fait, ce n'est pas la société de gestion mais le fonds d'investissement qui devient actionnaire (Mougenot et Poncelet 2007).

La structure duale est souvent associée à une structure juridique de type société en commandité. (N. Berger et F. Udell 1998) indiquent que 80% de l'ensemble des SCR aux États-Unis prennent la forme de société en commandité. Dans le cadre de cette structure, les commanditaires investissent passivement de l'argent dans des fonds qui sont gérés activement par des commandités (V. Mehta 2004). Les commanditaires ne peuvent pas participer au

processus décisionnel quotidien du fonds, ils ne sont donc pas en mesure de surveiller activement les commandités. Des moyens de contrôle peuvent être mis en place par les commanditaires, pour une revue voir (P. Gompers et Lerner 1999).

La rémunération des commandités ou des SCR comporte une partie fixe et une composante variable. La partie fixe est de 1.5% à 2.5% du capital total engagé du fonds qui permet de couvrir les opérations quotidiennes et les coûts du suivi. La partie variable est appelée le "*carried interest*" dans lequel le commandité partage un pourcentage généralement 20% des bénéfices du fonds après que le capital initial ait été restitué aux commanditaires (P. Gompers et Lerner 1999). Cette rémunération réduit les problèmes d'actions cachées en incitant les commandités à fournir un effort approprié pour gérer le fonds (V. Mehta 2004).

Enfin, selon l'origine de ses fonds, une SCR peut être de type :

- **Indépendante** : Ces SCR doivent elles-mêmes collecter leurs capitaux auprès de leurs investisseurs potentiels sur la base de leur notoriété, de leurs compétences, de leur historique (Bessis Joël 1988).
- **Captive** : Sont des filiales de groupes financiers ou d'industriels, de banques ou d'une compagnie d'assurance qui leur apportent leurs capitaux (Cherif 2008).
- **Semi-Captive** : Ces SCR bien qu'elles soient rattachées aux parties précédemment mentionnées opèrent comme indépendantes et lèvent des capitaux importants auprès d'investisseurs externes.
- **Public** : Ici les capitaux proviennent en totalité ou en partie, directement ou indirectement d'organismes publics (Cherif 2008).

2.1.3. Les bénéficiaires

Sont des sociétés non cotées, dans les premières années de leur existence. Ces entreprises sont appelées start-up et se distinguent entre autres par un niveau d'incertitude élevé. Une revue assez détaillée de ces entreprises est fournie dans le premier chapitre de cette thèse.

Les SCR sont généralement attirées par l'investissement dans les start-up en raison des perspectives de rentabilité élevée qu'elles sont susceptibles de réaliser au moment de leur sortie (Bessis Joël 1988).

(Bertonèche et Vickery 1987) indiquent que les SCR n'investissent que dans 1% à 5% des projets qu'elles reçoivent. 80% à 90% des autres projets sont rejetés après une première lecture. Pour ceux dont l'étude sera approfondie, 10% à 25% seront financés. Au vu de ces chiffres, le CR apparaît comme étant un financement inaccessible, cependant (Bertonèche et Vickery 1987) ne sont pas de cet avis et estiment qu'en moyenne une start-up essuie trois

refus avant d'obtenir un financement. Le prochain point aborde les étapes de ce processus d'investissement.

2.2. Processus d'investissement des sociétés de capital risque

Le processus de CR a été défini par (Lindqvist et Mijovski 2012, 11) comme « *une série d'activités que chaque société de CR mène depuis le moment où l'entreprise propose son idée pour la première fois, jusqu'au moment où la SCR se retire avec succès ou sans succès et prend ses bénéfices* ».

Afin de mettre en évidence le processus d'investissement par CR, nous avons retenu le cadre de (Bessis Joël 1988) qui décompose ce processus en six étapes. Ce cadre est selon nous plus complet que celui de (T. T. Tyebjee et Bruno 1984) qui est largement repris dans la littérature (Lindqvist et Mijovski 2012; Silva 2004).

2.2.1. La collecte des ressources

(Bessis Joël 1988) suggère que le problème de la collecte des ressources se pose pour les fonds indépendants, pour les fonds captifs, leur financement est garanti par leur maison mère. Pour les fonds indépendants, l'historique des résultats est un critère déterminant d'obtention du capital, parmi les autres critères de crédibilité indiqués par (Bessis Joël 1988) on retrouve les informations relatives à l'équipe, les profils professionnels de ses membres.

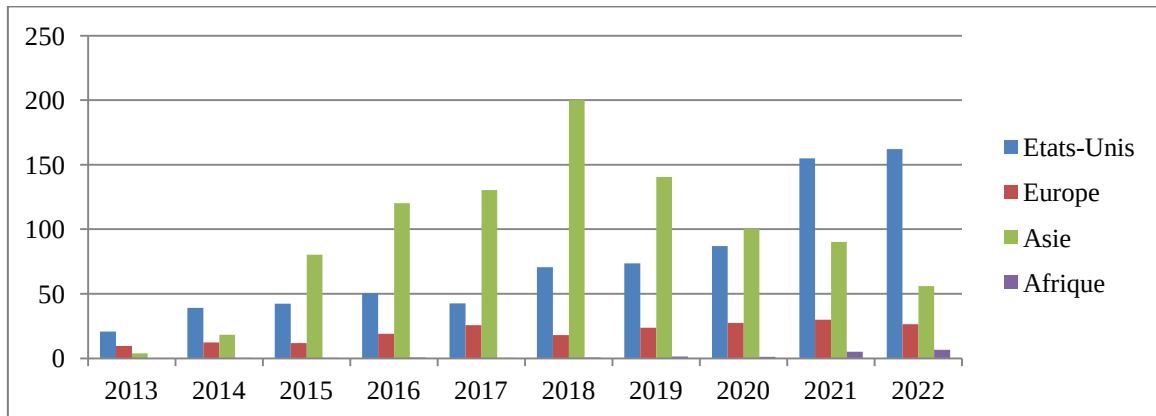
(P. Gompers et Lerner 2001) indiquent que les engagements envers l'industrie du CR ont été très variables au cours des 30 dernières années. Ces mêmes chercheurs ont identifié trois déterminants pouvant expliquer cette variabilité à savoir : la santé du marché public⁶⁶, l'impact de la variation des taux d'imposition des plus-values et des changements réglementaires d'un point de vue général.

Lorsque la SCR a mobilisé suffisamment de capitaux, elle ferme le fonds et procède à la prospection des investissements.

Le graphique ci-dessous montre le nombre de fonds collectés en milliards de dollars par l'industrie du CR entre 2013 et 2022.

⁶⁶ Pour appuyer l'effet de ce déterminant, (P. Gompers et Lerner 2001) ont mis en évidence les conclusions de (Black et Gilson 1998) qui montrent que la croissance du marché du CR début 1980, le déclin de ses levées de fonds fin 1980 et sa croissance sans précédent dans les années 90 ont été accompagnés d'une hausse, puis d'une baisse, puis d'une hausse de l'activité du marché des introductions en bourse.

Graphique N° 6 : Fonds mobilisés par l'industrie du CR mondiale entre 2013 et 2022 (en milliards de dollars).



Source : Rapport mondial trimestriel de "KPMG Private Enterprise" sur les tendances du capital risque. Disponible sur : <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2023/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (consulté le 22 janvier 2023). Rapport annuel sur le CR en Afrique. Disponible sur : https://www.avca.africa/media/m3db4yt0/02175-avca-vc-report-2023_4-final-1.pdf (consulté le 27/06/2023).

Ce rapport montre qu'entre 2013 et 2022, le nombre de fonds collectés par l'industrie de CR n'a cessé d'augmenter particulièrement aux États-Unis qui enregistrent d'ailleurs en 2022 un record en mobilisant dans les 162 milliards de \$. Ce graphique montre également une croissance dans les fonds collectés en Asie avec un record de mobilisation atteint en 2018 avec 200 milliards de \$. Il y a lieu de souligner que c'est en Afrique où les niveaux de mobilisation les plus faibles sont recensés. En effet, il a fallu attendre l'année 2019 pour voir l'industrie africaine dépasser le cap du 1 milliard de dollars de mobilisation. Depuis cette année-là, les niveaux de mobilisation n'ont cessé de croître pour atteindre les 5.2 milliards en 2021 et 6.5 milliards en 2022.

2.2.2. La prospection

La prospection de la SCR peut être active ou passive. Dans ce dernier cas de figure, la SCR attend que des start-up prometteuses viennent à elle. Une telle attitude peut être adoptée par une SCR dans un marché de CR naissant, dans ce contexte, la SCR se contentera uniquement de promouvoir son activité. (Bessis Joël 1988) indique que ces efforts de prospection diffèrent selon le type de SCR. Ainsi, en plus de fournir des fonds à la SCR captive, les investisseurs institutionnels ou les groupes industriels mettent à sa disposition leurs contacts de réseau ce qui lui permettra de trouver des opportunités de placement.

Après avoir identifié des opportunités d'investissement, la SCR procédera à la sélection des dossiers les plus prometteurs.

2.2.3. La sélection des dossiers

(Bessis Joël 1988) indique qu'en principe cette sélection a lieu sur la base d'un plan de développement convenablement présenté. Il suggère toutefois que ce n'est pas une règle puisque certaines SCR n'exigent pas un document aussi rigoureux.

Le business plan est un document qui conditionne la poursuite ou l'abandon de l'évaluation de l'opportunité d'investissement proposée à un investisseur. Pour peser sur la décision d'investissement, (Mougenot et Poncelet 2007) indiquent que ce document doit répondre à trois grandes questions :

- Quelles sont les caractéristiques de l'entreprise ?
- Pourquoi est-ce une bonne opportunité d'investissement ?
- Quelle est la transaction financière proposée à l'investisseur ?

La réponse à ces questions doit être apportée dans le corps de ce document. Le tableau ci-dessous, met en évidence les éléments principaux ou les grandes masses qui composent ce document. **L'annexe 2** fournit quant à elle une représentation détaillée de son contenu.

Tableau N°10 : Le plan type d'un business plan.

Eléments	Nombre de pages
Résumé du projet	1 à 2 pages
Présentation de l'entreprise	5 à 10 pages
Marché et concurrence	5 à 10 pages
Données financières historiques	5 à 10 pages
Stratégie et prévision financière	5 à 10 pages
Annexes	5 à 10 pages

Source : Mougenot, Gilles, et Christian Poncelet. 2007. *Tout savoir sur le Capital Investissement: Capital risque, capital développement, LBO*. 4e édition. Paris: Gualino Editeur. p.167.

Cette représentation du plan de développement répond à une définition du document au sens large (Mougenot et Poncelet 2007) qui regroupe à la fois les projections financières de l'entreprise (définition au sens strict) et le mémorandum d'informations (document général qui présente l'entreprise à des investisseurs potentiels).

La phase de sélection est suivie par une phase d'examen plus détaillée.

2.2.4. L'évaluation

Est souvent désignée par le terme anglo-saxon, "due diligence" qui fait référence selon (Mougenot et Poncelet 2007) aux vérifications opérées par l'investisseur en capital sur l'équipe dirigeante, la société, son secteur, son marché et son business plan. À travers cette diligence, (Duffner 2003) suggère que les investisseurs en CR cherchent à choisir des sociétés de portefeuille qui offrent un bon rapport entre le rendement et le risque c'est-à-dire des sociétés dont les rendements sont faiblement corrélés.

(Mougenot et Poncelet 2007) distinguent entre deux types de diligence raisonnable :

- **La diligence raisonnable légère** : comprends une visite chez l'entreprise, l'établissement d'un contact avec les parties prenantes de la start-up afin de se faire une idée sur la réputation de celle-ci. Éventuellement, un déjeuner est organisé entre les représentants de la SCR et le fondateur de la start-up au cours duquel les premiers essayeront de glaner des informations complémentaires sur l'entrepreneur, son équipe dirigeante et sur des éléments ambigus ou incomplets du plan de développement.
- **La diligence raisonnable lourde** : s'effectue au moyen d'un ensemble d'études - *étude stratégique (porte sur le secteur d'activité), étude de marché (menée auprès des clients de la start-up pour cerner leur satisfaction et le degré d'innovation de celle-ci), étude industrielle (vérification du coût de mise au point du produit)* - et d'audits - *audit juridique et fiscal (s'assure de l'authenticité des brevets et du respect des règles fiscales), audit informatique (porte sur l'état de l'outil informatique), audit des compétences (vérifie si la ressource humaine est capable de mener la start-up vers le succès)* -. Au cours de cette diligence des parties externes sont souvent mobilisées.

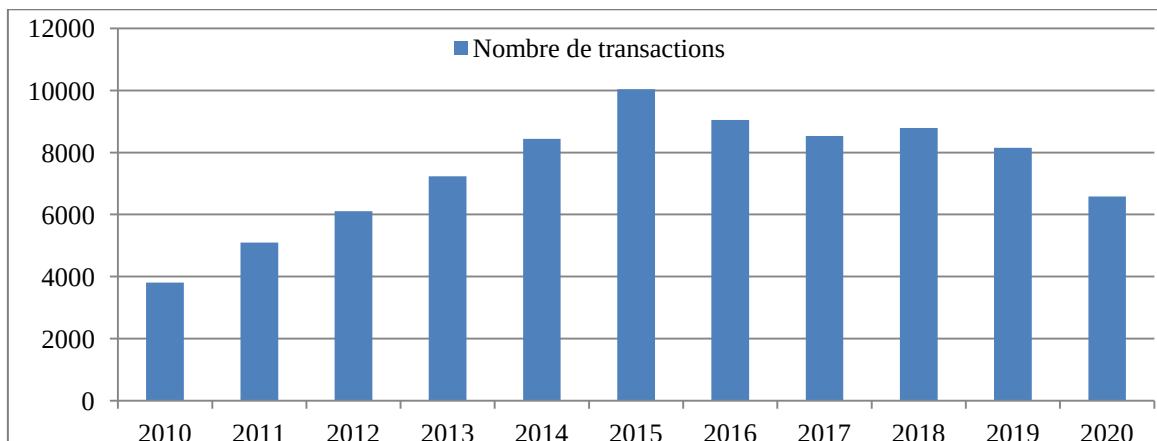
En matière d'évaluation, (Bessis Joël 1988) affirme qu'il n'existe pas de technique particulière. Il continue en indiquant que l'orthodoxie consiste à privilégier les hommes et les équipes, car la confiance réciproque et les chances de succès en dépendent. Cette orthodoxie est illustrée par les propos du général Doriot : « *je préfère un homme de catégorie A avec une idée de classe B, à un homme de catégorie B avec une idée de classe A* ».

L'étape de l'évaluation touche à la question principale de cette thèse qui cherche à identifier les déterminants de la prise de décision des SCR. Dans la formulation de nos hypothèses, nous suggérons que les déterminants de cette évaluation devraient être modérés par la maturité du

marché du CR. Les chapitres 4 et 5 exposeront d'une manière concise les divers déterminants susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR.

L'étape d'évaluation débouche sur la transaction. Le graphique ci-dessous montre le nombre de transactions de CR conclues dans le monde entre 2010 et 2020.

Graphique N° 7 : Nombre de transactions de CR conclues dans le monde entre 2010 et 2020.

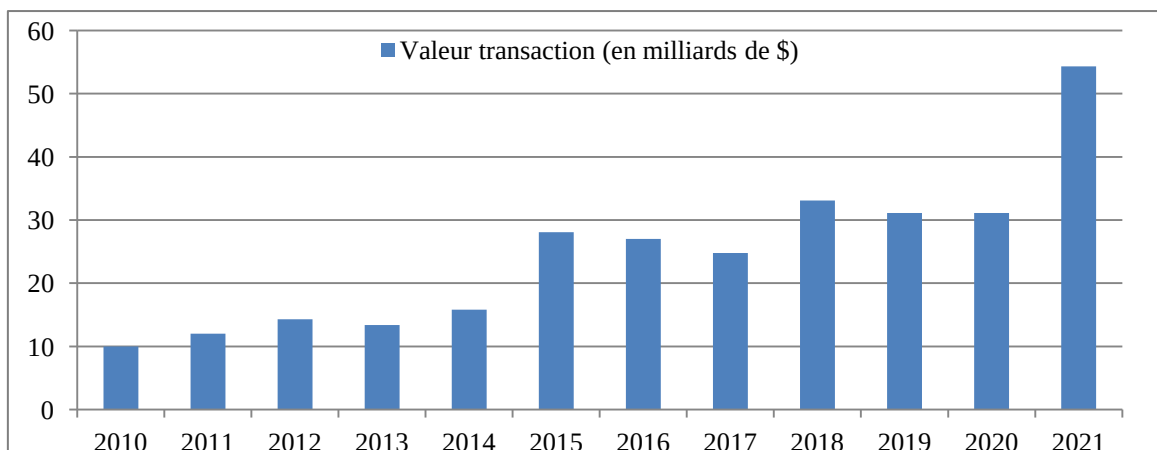


Source : Rapport Statista portant sur le CR dans le monde. Disponible sur : <https://www.statista.com/topics/4724/venture-capital-worldwide/> (consulté le 5 octobre 2021).

En termes de nombre de transactions, la dernière décennie peut être décomposée en deux principaux cycles à savoir un cycle haussier (2010-2015) et un cycle baissier (2016-2020). La baisse est très accentuée durant l'année 2020, signe d'un effet de la récession économique mondiale entraînée par la pandémie sur l'industrie du CR.

Afin de ne pas biaiser notre représentation de l'état de l'industrie du CR, il est nécessaire d'exposer les tendances par valeur.

Graphique N° 8 : Transactions de CR dans le monde sur la période 2010-2021 (en milliards de dollars).



Source : Rapport Statista portant sur le CR dans le monde. Disponible sur : <https://www.statista.com/topics/4724/venture-capital-worldwide/> (consulté le 31 juillet 2022).

Cette représentation en termes de valeur montre effectivement une autre tendance. Si pour la période (2010-2015) le cycle haussier prévaut ici aussi, la période (2016-2021) ne s'est pas traduite par un cycle baissier. En effet, si le nombre de transactions a baissé, leur valeur a par contre augmenté, en témoigne l'année 2021 dont la valeur globale des investissements a culminé à 54.3 milliards de dollars, faisant de cette année la plus prolifique de la décennie.

2.2.5. L'intervention et le suivi

(Duffner 2003) indique que la SCR dispose de trois moyens pour influencer l'entrepreneur:

- Être un membre du conseil d'administration;
- Soutenir la direction dans les questions stratégiques;
- Un travail opérationnel en tant que gestionnaire en temps de crise.

Ces trois moyens d'influence correspondent aux trois groupes de SCR distingués par (Macmillan, Kulow, et Khoylian 1989) à savoir : le groupe de suivi rapproché, le groupe modéré et le groupe de laisser-faire.

En matière d'activité post investissement, (Lindqvist et Mijovski 2012) préconisent une intervention ponctuelle limitée aux cas de crises pour apporter des mesures correctives telles que le remplacement de l'équipe de direction pour remettre l'entreprise dans la bonne direction.

(Zider 1998) indique que par rapport aux années 80 - où les membres des SCR avaient à gérer entre 3 à 5 investissements - le temps consacré au suivi des entreprises du portefeuille s'est largement contracté. Il estime que ce temps est de 80 heures par an et par société soit moins de 2h par semaine pour chaque entreprise. Ces propos concordent donc avec ceux de (Bessis Joël 1988) qui indique que le nombre d'affaires ou d'entreprises dans le portefeuille traduit les capacités d'assistance aux affaires.

2.2.6. La sortie

Constitue l'ultime étape d'un investissement en CR. (Bertonèche et Vickery 1987) indiquent que la sortie est une phase importante de l'intervention d'une SCR, étant donné qu'elle se rémunère sur les plus-values en capital réalisées au moment de la cession de ses participations. Cinq principaux modes de sortie peuvent être distingués :

2.2.6.1. L'introduction en bourse

Les auteurs conviennent que l'introduction en bourse est la meilleure voie de sortie (Bertonèche et Vickery 1987; Lachmann 1999; N. Berger et F. Udell 1998) en raison de la forte valorisation qu'elle procure à l'entreprise⁶⁷. Bien qu'elle constitue la meilleure perspective de sortie, (Hege 2001) estime que seulement 20 à 25% des projets financés par CR se transforment en succès débouchant sur une introduction en bourse. En effet, l'accès à ce mode de sortie dépend de facteurs multidimensionnels.

En plus de nécessiter une bonne préparation, une sortie est conditionnée par la réalisation de bons résultats financiers permettant de mener une politique de dividendes et de consolider les chances de plus-value, l'entreprise devra par ailleurs s'engager à transmettre toute l'information financière aux actionnaires et au marché (Lachmann 1999).

Les possibilités de sortie ne dépendent pas que des qualités des affaires, mais sont aussi tributaires du dynamisme du marché boursier dans un pays⁶⁸ et de la capacité d'absorption de celui-ci. (Bessis Joël 1988) estime qu'en période favorable, la limite d'absorption aux États-Unis est de 500 introductions en bourse annuelles, ce qui signifie que chaque opérateur ne peut réaliser plus d'une sortie annuelle.

Enfin, (Amit, Brander, et Zott 1998) indiquent que l'asymétrie d'information peut altérer la sortie, de sorte que si cette asymétrie est accrue de nombreuses sorties se feraient par le biais de ventes à des investisseurs avertis (autres entreprises du même secteur, direction ou propriétaires de l'entreprise).

2.2.6.2. La cession industrielle

Ce type de sortie est le plus fréquent lorsque l'entreprise n'atteint pas une performance justifiant une introduction en bourse (Bertonèche et Vickery 1987). (N. Berger et F. Udell 1998) la considèrent comme la deuxième meilleure voie de sortie.

La cession industrielle s'opère par la vente de la totalité de l'entreprise à un acheteur industriel qui souhaite obtenir des synergies grâce à l'acquisition. (Bertonèche et Vickery 1987) indiquent que lorsque l'entreprise s'engage sur cette voie de sortie, il est nécessaire que l'ensemble des actionnaires y compris les fondateurs soient d'accord pour sortir.

⁶⁷ (Bertonèche et Vickery 1987) indiquent que la bourse permet de valoriser une jeune entreprise à 100 fois ses bénéfices ou jusqu'à 5 fois son CA.

⁶⁸ Si ce marché est suffisamment dynamique, il doit également être au plus haut (Joshua Lerner 1994; P. Gompers et Lerner 2001).

2.2.6.3. La cession à des tiers financiers

Ce type de sortie est également désigné par le terme vente secondaire (Duffner 2003). L'acheteur est ici une société en portefeuille qui cherche des participations minoritaires dans des entreprises établies qui ont dépassé les étapes risquées de la croissance (Bertonèche et Vickery 1987). Le tiers financier cherchera ici à accroître la valeur de l'entreprise avant de la quitter ultérieurement.

2.2.6.4. La cession aux fondateurs, actionnaires ou aux salariés

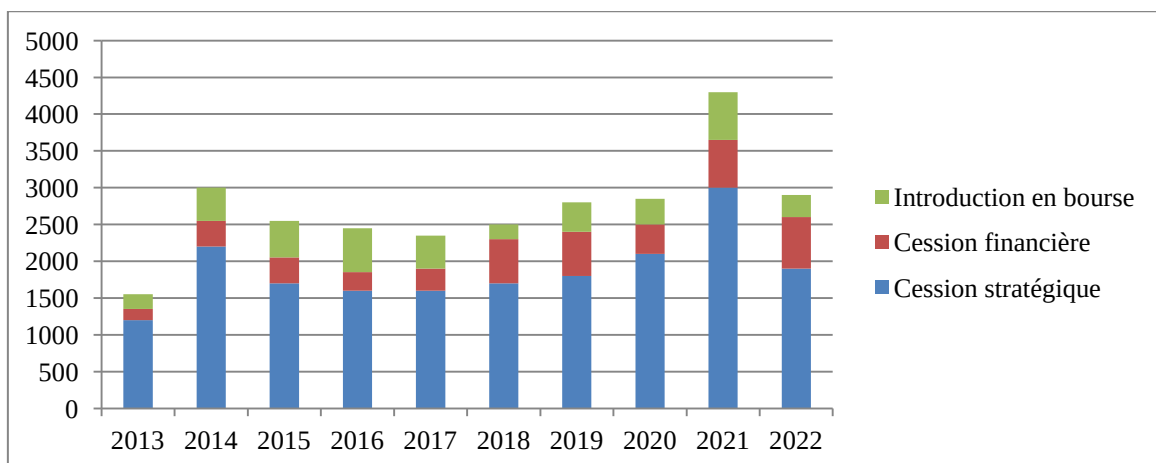
Cette sortie est généralement choisie lorsqu'il est impossible de sortir en bourse ni de réaliser une revente à un groupe industriel. (Bertonèche et Vickery 1987) indiquent que cette voie de sortie est généralement réservée aux cas d'échec, car dans les cas de succès, le prix de cession dépasse largement les moyens des entrepreneurs. Pour (Lachmann 1999), cette sortie s'opère pour des raisons fiscales par le biais d'un montage financier de type LBO, ou reprise d'entreprise par les salariés ou encore LMBI pour rachat par des cadres extérieurs à l'entreprise.

2.2.6.5. La liquidation

Cette voie est synonyme de la perte totale de l'investissement de la SCR. Ce cas illustre le caractère incertain des investissements dans lesquels s'engagent les SCR. Une situation de liquidation peut également signaler une diligence raisonnable hasardeuse de la SCR ou un environnement d'exercice de la start-up particulièrement turbulent. Les SCR doivent par ailleurs éviter ce genre d'issues, car elles compromettent fortement les futures levées de fonds.

Le graphique ci-dessous montre les tendances en matière de sorties sur la période 2013-2022 dans le monde.

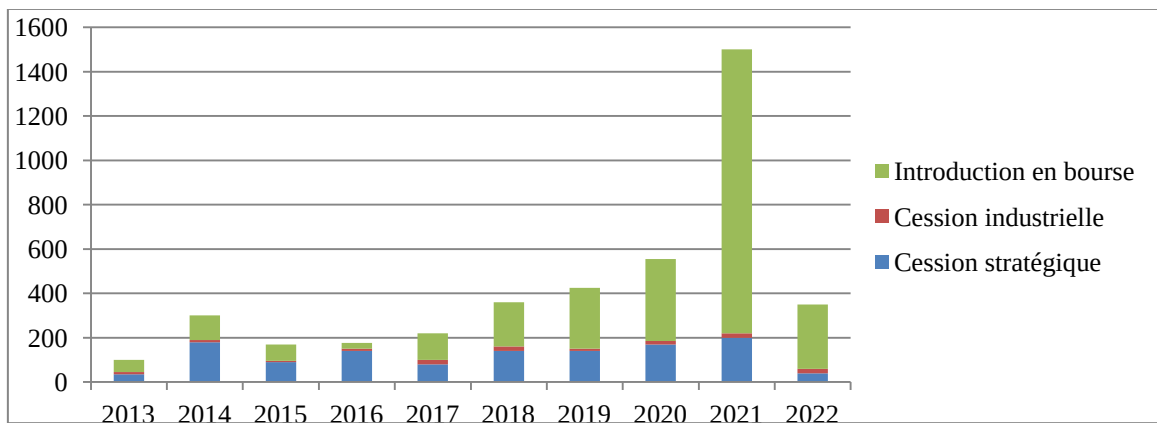
Graphique N° 9 : Tendances mondiales en matière de désinvestissements dans l'industrie de CR sur la période (2013-2022) (en nombre).



Source : Rapport mondial trimestriel de "KPMG Private Enterprise" sur les tendances du capital-risque. Disponible sur: <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2023/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (consulté le 22 janvier 2023).

Conformément aux conclusions théoriques de (Hege 2001), le nombre de sorties par introduction en bourse est très limité, comparativement à la cession stratégique qui constitue le moyen de sortie prédominant dans le monde. Ici aussi, afin de cerner l'importance des tendances de sorties, il y a lieu d'adopter une exploration par valeur.

Graphique N°10 : Valeur des désinvestissements dans l'industrie du CR mondiale sur la période 2013-2022 (en milliards de \$).



Source : Rapport mondial trimestriel de "KPMG Private Enterprise" sur les tendances du capital-risque. Disponible sur: <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2023/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (consulté le 22 janvier 2023).

Lorsque l'on utilise une exploration en terme monétaire, on constate que l'introduction en bourse est la voie de sortie la plus lucrative à l'exception des années 2014 à 2016 où la cession stratégique a pris le dessus. Les conclusions théoriques mises en évidence précédemment sont donc justes.

Au terme de ce point, on constate que l'exploration du cycle d'investissement du CR révèle une certaine spécificité de celui-ci (Hellmann et Puri 2000). En effet, avant de réaliser l'investissement, la SCR examine soigneusement les fondateurs, leurs concepts d'entreprise. Pendant la réalisation de l'investissement, elle apporte son expertise financière et organisationnelle à la start-up. Enfin, elle joue un rôle important dans l'orientation de la décision de sortie, en influençant par exemple l'introduction en bourse (Joshua Lerner 1994; P. A. Gompers 1995).

Avant de conclure ce chapitre, nous répondrons dans le cadre de la prochaine section à la question suivante : Pourquoi le CR existe ?

Section 3 : Le cadre existentiel du capital risque

À travers cette section, nous chercherons à déterminer l'intérêt du CR en tant que mode de financement. Cette démarche s'inspire du cadre de la théorie des coûts de transactions qui cherche à expliquer les avantages de l'intermédiation financière.

3.1. La pertinence de la fonction d'intermédiation des sociétés de capital risque

La fonction d'intermédiation financière du CR peut s'expliquer à travers trois de ces caractéristiques à savoir le CR permet de combler un besoin financier, le CR est un investisseur spécifique, le CR est un investisseur actif.

3.1.1. Le capital risque permet de combler un besoin financier

La littérature a fourni plusieurs preuves qui illustrent le besoin comblé par le CR, ainsi (Zider 1998) indique que le CR existe en raison de la structure et des règles du marché des capitaux qui ne fournissent pas une solution de financement aux personnes disposant d'une nouvelle technologie. En effet, les financiers traditionnels sont souvent réticents à l'idée de s'investir dans des start-up. (Jeng et Wells 2000) suggèrent que trois raisons principales expliquent cette réticence à savoir : les coûts entraînés par les problèmes d'agence, la conception institutionnelle des banques ainsi que leur taille et la large gamme de services qu'elles offrent, les caractéristiques propres à la start-up (faiblesse des actifs corporels). À ces caractéristiques propres à la start-up, (Davila, Foster, et Gupta 2003) ajoutent la responsabilité de la nouveauté et de la petitesse.

Ce financement existe donc car il permet de résoudre les problèmes d'agence grâce à son habilité à sélectionner les projets, à les surveiller et à conseiller les entrepreneurs (Amit, Brander, et Zott 1998; Tykvová 2000). (Sahlman 1990) affirme que les SCR résolvent le problème de la gouvernance et du contrôle des entreprises en procédant à un audit approfondi des activités des jeunes entreprises. En outre, elles entretiennent une relation étroite en rendant fréquemment visite et en s'entretenant avec la direction des entreprises. Les SCR siègent également au conseil d'administration dans certains cas et exercent certaines fonctions clés comme la direction du département financier. (Ueda 2004) de son côté explique la coexistence entre les banques et les SCR en indiquant que les entrepreneurs recourent aux SCR si le projet est important en termes de potentiel de croissance, si celui-ci est à haut risque et à haut rendement, s'il bénéficie d'une meilleure PI et s'il présente peu de garanties.

Le CR remplit donc la quintessence des fonctions d'intermédiation financière en prenant les fonds d'un groupe d'investisseurs et en les redéployant dans des entreprises dont

l'information est opaque (N. Berger et F. Udell 1998). Ce rôle lui a permis selon (Bergemann et Hege 1998) de devenir le mode de financement de choix pour les projets où l'apprentissage et l'innovation sont importants. (M. G. Colombo et Grilli 2009) ont conclu que sans le CR, les entreprises seraient 13 fois plus petites. Pour (Dubocage 2016) sans ce mode de financement, Google, Apple et Microsoft n'existeraient sans doute pas aujourd'hui. Pour cet auteur, c'est le seul mode de financement qui permet de financer l'innovation radicale (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) et qui a pris le risque de financer ces géants technologiques lorsqu'ils n'étaient que de jeunes start-up à l'avenir incertain.

Au-delà donc d'offrir une solution aux problèmes d'asymétrie, la SCR offre plusieurs avantages en tant qu'intermédiaire (Duffner 2003) :

- Réduction des coûts de transaction grâce d'une part à la répartition des coûts fixes de l'investissement sur de nombreux investisseurs pour lesquels elle investit et d'autre part aux avantages que lui procure la spécialisation tels que le personnel et les connaissances nécessaires pour passer des contrats et fournir un soutien à la gestion et un suivi aux jeunes entreprises en croissance;
- Réduction du coût d'agence en influençant positivement le comportement des agents.

Le CR apparaît donc comme particulièrement bien adapté au financement des entreprises innovantes et à forte croissance (Amit, Glosten, et Muller 1990; Gimmon et Levie 2010; Kim et Wagman 2016; Petković, Ateljević, et Narić 2016).

3.1.2. Le capital risque est un investisseur spécifique

Nous suggérons ici que la spécificité de ce mode de financement peut expliquer son existence. (Hellmann et Puri 2000) abordent à cet égard le volet spécifique du processus d'investissement par CR en mettant en évidence le travail de diligence approfondie qui précède l'investissement, le soutien et la surveillance apportés pendant la réalisation de celui-ci et le rôle du capital-risqueur dans l'orientation de la décision de sortie. Cette spécificité du CR apparaît également lorsqu'on s'intéresse au portefeuille d'activités de ce métier. (Dubocage 2016) affirme que bien que ce portefeuille est diversifié, toutefois, tous les investissements qu'il regroupe sont à haut risque et contiennent des titres non liquides en raison de l'absence d'un marché organisé pour les revendre. (Zider 1998) donne à ce propos un exemple d'une répartition typique de la performance d'un portefeuille de CR pour 1000 \$ investis.

Tableau N°11 : Répartition typique de la performance d'un portefeuille d'investissement en CR.

Éléments	Mauvais	Vivant	Moyen	Bon	Très bon	Total
\$ investis	200	400	200	100	100	1000
Paieement année 5	0	*1	*5	*10	*20	
Rendement brut	0	400	1000	1000	2000	4400
Rendement net	-200	0	800	900	1900	3400

Source : Zider, B. 1998. « How Venture Capital Works ». *Harvard Business Review* 76 (6). p.136.

Cette répartition montre le raisonnement de la SCR dans la conception de son portefeuille. Elle espère que les réussites exceptionnelles permettront de couvrir les échecs. Sa règle d'investissement peut s'énoncer ainsi : avoir deux succès majeurs dans un portefeuille de 10 firmes permet d'assurer le rendement interne attendu pour les investisseurs institutionnels (Dubocage et Rivaud-Danset 2006).

La spécificité du CR apparaît également lorsqu'on le compare aux autres sources de financement (BA, crowdfunding, financement bancaire). Le tableau ci-dessous met en évidence ces principaux points distinctifs par rapport à ces autres sources de financement.

Tableau N°12 : Principaux points distinctifs entre le CR et les autres sources de financement.

Éléments	Crowdfunding	BA	SCR
Profil	Différentes origines avec prédominance de particuliers	Entrepreneurs, ex-entrepreneurs, cadres dirigeants	Financier, conseiller, industriel
Démarche d'investissement	Investissent leur propre argent	Investissent leur propre argent	Gèrent un fonds, investissent l'argent d'investisseurs institutionnels
Motivations pour l'investissement	Importance du retour sur investissement, mais aussi :	Importance du retour sur investissement, mais aussi :	Retour sur investissement essentiel. Les SCR

	altruisme, proximité, social...	proximité, accompagnement de l'entrepreneur, fiscalité	doivent servir une rentabilité à leurs bailleurs de fonds pour être en mesure de créer de nouveaux fonds
Phase d'investissement	Amorçage	Amorçage	création
Évaluation	Réalisée par la plateforme, souvent par les investisseurs eux-mêmes	Réalisée par les BA en s'appuyant sur leur expérience	Réalisée par les équipes avec l'aide de structures extérieures (cabinets spécialisés, avocats,...)
Proximité géographique des investissements	Investissements réalisés en ligne, ils peuvent donc être éloignés	Investissements locaux, situés à 2 heures du domicile (Morrisette 2007)	Investissements réalisés au niveau national et international
Comportement post investissement	Dépend des individus, la majorité d'entre eux sont passifs	Actif	Très actif, présence au conseil d'administration
Accessibilité	Accessible	Accessible	Aux profils les plus prometteurs uniquement
Structure de l'investissement	Simple	Action simple et commune	Action complexe, généralement convertible

Source : (Certhoux et Rédis 2016) complété avec des informations issues des articles de (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) et (Morrisette 2007).

Ainsi, comparativement à ces deux autres financements, le CR apparaît comme un intermédiaire financier, ce qui l'oblige à rechercher un important retour sur investissement.

Pour y arriver, il exerce une diligence raisonnable exhaustive, s'implique très activement dans les entreprises qu'il finance et protège son investissement en utilisant des actions complexes.

La spécificité du CR s'avère plus accentuée lorsque celui-ci est comparé au financement bancaire. Le tableau ci-dessous illustre les principaux points de distinction.

Tableau N°13 : Différence entre le financement par système bancaire et le financement par CR.

Éléments	SCR	Banque
Nature du financement	FP	Prêt
Rémunération	Plus-value lors de la sortie	Intérêts
Durée investissement	Long terme	Moyen et court terme
Liquidité des titres	Très faible	Faible
Intervention dans la gestion	Active	Passive
Compétences	Multiples	Financières
Fondement de l'investissement	Potentiel gain en capital contenu dans les projets novateurs	Garanties matérielles
Comportement post investissement	Actif	Passif
Secteur d'investissement	Projets novateurs	Éprouvé (économie traditionnelle)

Source : Depuis (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) et (Guilhon et Montchaud 2012).

Le financement par CR et le financement bancaire apparaissent comme étant très éloignés, et ce dans l'intégralité des points de comparaison utilisés. Les comparaisons entreprises dans les deux précédents tableaux témoignent donc à quel point le CR est un mode de financement spécifique.

3.1.3. Le capital risque est un investisseur actif

L'existence du CR peut également se justifier par son caractère actif. (Hellmann et Puri 2000) indiquent qu'une caractéristique distinctive du CR réside dans son implication étroite dans les entreprises qu'il finance. Ainsi, le CR représente plus que le strict apport financier pour l'entrepreneur (D. H. Hsu 2004; Wirtz 2011; CHERIF 1999). Une telle implication s'explique par la nécessité de renforcer la rentabilité (FREEAR, SOHL, et WETZEL 1991). Dans son étude de cas, (Panda 2018) a constaté que dans les premières années, les efforts de VA étaient concentrés en interne, toutefois, au fur et à mesure que l'entreprise se développe,

cet effort s'oriente vers l'environnement externe en aidant par exemple l'entreprise à lever des nouveaux capitaux ou à rechercher des cibles d'acquisition.

Pour (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) et (Cherif 2008), l'apport non financier de la SCR se manifeste par :

- Le soutien au recrutement de cadres, dirigeants ou non, de haut calibre et influents;
- Le soutien et les recommandations en matière de développement international par le biais d'alliance stratégique, d'acquisition;
- La mise en place d'une stratégie de croissance optimisant la création de valeur;
- La sensibilisation à la gouvernance d'entreprise;
- Une assistance permettant d'établir des relations consultatives de qualité.

Il y a lieu toutefois de rappeler que cette implication n'est pas commune à tous les investisseurs en CR (Bessis Joël 1988). Conformément à (Macmillan, Kulow, et Khoylian 1989) trois types de capital-risqueur se côtoient : le groupe de suivi rapproché, le groupe modéré - *intervenant en cas de crise ou lorsqu'il s'agit de résoudre des questions stratégiques* - et le groupe de laisser-faire.

Le CR apparaît donc comme un financement particulièrement utile étant donné qu'il permet de financer et d'assister activement des entreprises innovantes dans leur gestion. Sa spécificité et son originalité par rapport à d'autres modes de financement témoignent par ailleurs de sa nécessité dans la chaîne du financement de la start-up.

Puisque le CR apparaît comme étant utile, il y a lieu de s'intéresser aux déterminants de son développement.

3.2. Les déterminants du développement du capital risque

Au-delà de la nécessité de réunir des capacités propres à l'équipe notamment en termes d'analyse et d'expertise (Franke et al. 2006), le développement du CR en tant que mode de financement dépend de plusieurs autres facteurs qui seront abordés ci-dessous.

3.2.1. Les marchés financiers spécialisés

Ces marchés représentent un mode de sortie idéal pour les SCR. Dans l'étude de (Guilhon et Montchaud 2012) sur les déterminants du CR dans 16 pays européens, l'existence d'un marché financier pour les entreprises technologiques est apparue comme un déterminant de l'implantation des investisseurs en CR dans un pays. Un constat similaire ressort de l'étude de (Jeng et Wells 2000) sur des données portant sur 21 pays où cette variable est apparue comme

étant la plus pertinente. (Bessis Joël 1988) dans le contexte des États-Unis a quant à lui montré l'importance du marché financier pour le succès du CR.

Toutefois, ne pas avoir de marché financier n'est pas une fin en soi, en effet les start-up de nombreux pays ont su contourner l'absence d'un marché financier spécialisé par l'introduction au sein de la bourse NASDAQ. (Montchaud 2014) ne partage pas cet avis puisqu'il considère qu'un système financier propice au développement du CR doit offrir des opportunités de sortie. Son enquête menée auprès de 158 investisseurs en CR dans le monde révèle que l'absence d'un environnement de sortie dissuade l'investissement des commanditaires dans des fonds gérés par les commandités.

3.2.2. Les incitations fiscales et l'implication du gouvernement

L'étude de (Jeng et Wells 2000) indique que la mise en place de structures juridiques et fiscales (exonération d'impôts sur la constitution et sur les revenus) semble être un facteur important pour favoriser le développement des fonds de CR. Ils donnent l'exemple du Portugal, qui a vu ses investissements multipliés par 38 entre 1986 et 1987 suite à la mise en place d'incitations fiscales. Ces résultats soutiennent les conclusions ultérieures de (Montchaud 2014) qui montrent que l'absence d'un cadre réglementaire et fiscal dissuade l'investissement des commanditaires dans des fonds gérés par des commandités.

L'implication du gouvernement peut être un levier très important pour développer le CR dans un pays. Les personnes interrogées par (Petković, Ateljević, et Narić 2016) dans le cadre de leur étude affirment que la création des fonds de CR peut être le plus grand soutien qui devrait être apporté par le gouvernement. Ce constat n'est pas tout à fait faux, en effet (Isaksson et al. 2004) affirment que le rôle de l'État est de générer un effet multiplicateur. Ils donnent l'exemple de l'industrie suédoise de CR qui a vu le jour dans les années 70 lorsque le gouvernement, en collaboration avec le secteur bancaire, a créé la première SCR. L'État a par la suite réduit ses investissements dans cette industrie jusqu'à ce qu'elle soit totalement privée. Le même cas de figure a été exposé par (Jeng et Wells 2000) pour le Portugal qui a vu la part du CI dans son PIB lors du désengagement de l'État augmenté, signe donc d'un effet multiplicateur.

Le gouvernement algérien semble également de son côté s'inspirer de ces succès. En se lançant comme pionnier dans l'industrie du CR à travers la création de l'ASF, il espère donc que son implication aura une influence sur l'avènement d'autres SCR et sur la maturité de ce secteur.

3.2.3. Les autres déterminants

(Cetindamar 2003) indique que l'industrie du CR d'un pays est déterminée par son environnement institutionnel, notamment le niveau de développement économique, les politiques commerciales libérales, le progrès technique, l'existence de systèmes nationaux d'innovation, le niveau d'esprit d'entreprise, le système juridique et la culture d'entreprise.

De son côté (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) estiment que l'innovation est la composante la plus déterminante dans le dynamisme du CR dans un pays. Ces auteurs ont identifié d'autres composantes telles que les compétences du capital-risqueur et de l'entrepreneur, les droits de PI et les investisseurs institutionnels.

Enfin, les indicateurs macro-économiques, particulièrement le PIB, la R&D ont eu un impact sur l'investissement en CR dans l'étude de (Guilhon et Montchaud 2008) mais n'ont eu aucun effet dans l'étude de (Jeng et Wells 2000).

Conclusion du Chapitre

Apparu en 1946 aux États-Unis d'une initiative d'un groupement d'hommes d'affaires de la région de Boston qui ne trouvaient pas des sources de financement pour les nouvelles entreprises, le CR a connu un développement timide jusqu'au début des années 70 qui marque son entrée dans une nouvelle ère qui se caractérise par l'avènement des premières success-stories et l'internationalisation de la profession.

Le premier choc pétrolier survenu au cours de cette décennie marque également la mutation de cette profession vers d'autres métiers axés sur le financement de phases plus en aval de la vie de l'entreprise. Depuis cette époque et pour répondre au besoin de diversification des investisseurs en raison de la multiplication des crises notamment, le CR est devenu une composante du métier du CI (Lachmann 1999).

Le financement par CR fait intervenir trois acteurs principaux : les investisseurs institutionnels, les bénéficiaires et la SCR qui joue le rôle d'intermédiaire entre ces derniers.

Le processus d'investissement de la SCR s'organise autour de six étapes principales à savoir : la collecte de fonds, la prospection, la sélection des dossiers, l'évaluation, l'intervention et le suivi et enfin la sortie.

Trois principales caractéristiques justifient son existence en tant que mode de financement à savoir : sa nécessité pour les entreprises innovantes, sa spécificité et son caractère actif.

L'implication du gouvernement, l'existence d'un marché financier spécialisé et l'environnement institutionnel figurent parmi les principaux déterminants nécessaires au développement du CR dans un pays.

Le prochain chapitre analysera la relation SCR - start-up à l'aube de la théorie de l'agence et de la théorie de signal.

Chapitre 3 :

La relation société de capital risque - start-up dans le cadre de la théorie de l'agence et la théorie de signal

« La finalité de toute information c'est d'en camoufler une autre, bien plus importante »
Maurice G. Dantec

Introduction au chapitre

La quête d'un financement est l'une des étapes les plus primordiales et difficiles dans la vie d'une organisation. Les difficultés associées à cette quête peuvent être plus complexes pour une start-up dépourvue de toute légitimité. Bien que ces jeunes entreprises innovantes aient à leur disposition une pléthore de financeurs spécifiques⁶⁹, néanmoins ces derniers sont connus pour minimiser les risques au sein de leur portefeuille de financement potentiel (Amit, Brander, et Zott 1998).

La prédominance d'actifs immatériels, la responsabilité de la nouveauté (Stinchcombe 1965), l'excès d'optimisme (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988), le risque élevé de mortalité (Shepherd, Douglas, et Shanley 2000) sont autant de facteurs qui ont été distingués dans la littérature et qui sont susceptibles d'influencer négativement la perception de la qualité d'une start-up et ses chances d'obtention d'un financement auprès d'une SCR. Ce chapitre vise à rassembler cette littérature au sein d'une perspective théorique appropriée pour le cadre SCR - start-up.

Pour (Bacharach 1989, 496) « une théorie est un énoncé de relations entre des concepts dans un ensemble d'hypothèses et de contraintes limitées. Elle n'est rien de plus qu'un dispositif linguistique utilisé pour organiser un monde empirique complexe ». Il continue en indiquant que « la théorie concourt à deux objectifs : organiser (avec parcimonie) et communiquer (clairement). Sans l'atteinte de ces objectifs, une collection de construction et de variables ne peuvent être considérées comme théorie ».

La relation SCR - start-up peut être envisagée grâce à diverses perspectives théoriques qui ont été forgées en vue d'atteindre un objectif spécifique et dans un contexte particulier (notamment en termes de la prise en compte des considérations relatives à l'imperfection de l'information).

Ce chapitre vise donc à présenter ces diverses approches et à mettre en évidence la perspective la plus appropriée au cadre susmentionné, puis de distinguer au sein de cette perspective la démarche poursuivie dans la construction de cette thèse.

⁶⁹ Spécifique du point de vue de leur aptitude à s'investir dans des start-up très risquées.

Section 1 : Approches d'analyse de l'incongruité des objectifs dans le cadre de la relation société de capital risque - start-up

Le financement par CR comprend une relation entre trois parties, l'investisseur (fonds de pension, compagnie d'assurance, banque...), l'intermédiaire (SCR) et l'entrepreneur ou la start-up (bénéficiaire) dont les objectifs sont loin de converger (Duffner 2003). Les implications résultant de cette incongruité des objectifs ont été abordées par diverses approches théoriques, qui seront exposées ci-dessous. L'objectif étant de déterminer l'approche à adopter dans le cadre de cette étude.

1.1. Divergence d'intérêts dans le financement par capital risque

Comme indiqué précédemment le financement par CR est un processus au cours duquel interviennent trois parties distinctes, une SCR qui agit en tant qu'intermédiaire en recueillant des capitaux auprès d'investisseurs extérieurs afin de les investir dans des projets potentiellement très rémunérateurs. La figure ci-dessous illustre le marché typique du CR.

Figure N°3 : Le marché typique du CR.

Le marché du CR		
Investisseurs	Intermédiaire	Sociétés de portefeuille
- Fournir des capitaux	- Identifier les opportunités	- Capital
- Récolter les bénéfices	- Conclure des contrats	- Utiliser l'assistance
	- Exercer un contrôle/conseil	
	- Réaliser des gains grâce aux diverses perspectives de sortie	

Source : Tykvová, Tereza. 2000. « *What do economists tell us about venture capital contracts?* » Centre for European Economic Research. p.66.

(Duffner 2003) indique que ces trois parties ne convergent généralement pas vers un même objectif. En général les investisseurs ont trois objectifs; des rendements élevés, la stabilité⁷⁰ et la liquidité⁷¹. Pour certains groupes d'investisseurs tels que les banques ou les entreprises, il peut y avoir d'autres intentions telles que l'anticipation d'une future relation bancaire ou

⁷⁰ La stabilité est généralement obtenue par une certaine diversification du portefeuille (Duffner 2003).

⁷¹ La liquidité est très difficile à obtenir, dans la majorité des cas les investisseurs récoltent leurs investissements au bout d'une certaine période par la réalisation d'une plus-value résultant d'une introduction en bourse (P. Gompers et Lerner 2001).

l'accès à de nouvelles technologies. Ces intentions ne seront véritablement servies que si l'investisseur peut influencer activement la décision d'investissement.

Les intermédiaires quant à eux ont deux types d'objectifs (Duffner 2003) :

- **Les objectifs dérivés** : réalisation des objectifs des investisseurs (réalisation de plus-values);
- **Les objectifs innés** : acquisition des capitaux auprès des investisseurs, objectifs d'efficacité concernant le fonctionnement des SCR et les objectifs de rémunération concernant la performance de la SCR.

Enfin, dans les entreprises bénéficiaires les exigences se reflètent souvent dans celles de leur fondateur; en effet dans les start-up une très forte concentration sur celui-ci est souvent observée. L'entrepreneur voudra maximiser son utilité personnelle (consommation d'avantages non pécuniaires, croissance excessive de l'entreprise) indépendamment des besoins réels de la jeune entreprise (réduction des contraintes financières afin de minimiser le risque de faillite, réduire la dépendance à l'égard de l'entrepreneur afin d'accroître les chances de succès).

La divergence d'objectifs telle que représentée ci-dessus ne correspond pas à notre cadre. Dans notre thèse, l'incongruité des objectifs est représentée uniquement entre l'intermédiaire (SCR) et l'entreprise bénéficiaire (start-up). L'adoption d'une relation bilatérale ici vise à faciliter la compréhension des conséquences de la divergence d'objectifs, comme elle répond également à une certaine pertinence. En effet, (Duffner 2003) estime que la SCR présente un avantage dans le traitement des problèmes de l'incongruité des objectifs⁷² par rapport à ses apporteurs de fonds (exemple : fonds de pension, banques...). Ainsi les approches théoriques qui seront exposées ci-dessous ignoreront l'apporteur de fonds.

1.2. Aperçu sur les approches d'analyse de la relation entre la société de capital risque et la start-up

Les divergences d'objectifs entre ces deux parties peuvent être analysées à l'aide de plusieurs approches théoriques qui envisagent les choses sous différents angles, avec un objectif différent, utilisant parfois différentes hypothèses et par conséquent arrivant à des conclusions différentes (Duffner 2003). Ce point donne un aperçu des diverses « boîtes à outils » qui sont disponibles; partant de la théorie financière néoclassique à la théorie de l'entreprise.

⁷² Due à la spécialisation qui procure une facilité de diversification du portefeuille.

1.2.1. La théorie financière néoclassique

Cette théorie implique que les investisseurs s'accordent sur l'intérêt des projets d'investissement et que les décisions d'investissement et de gestion peuvent être déléguées sans avoir à accepter des réductions d'utilité; tous les projets rentables sont réalisés indépendamment des préférences des entrepreneurs, de leur attitude face au risque, du financement externe et des préférences des investisseurs (Duffner 2003).

Ces propos suggèrent que le financement des jeunes entreprises innovantes dans la perspective néoclassique ne devrait donc pas poser de problèmes exceptionnels dignes d'être mentionnés. Cette théorie repose sur l'hypothèse de la perfection des marchés financiers, notamment en termes de distribution de l'information, d'efficacité de l'information, du coût de transactions et d'insolvabilité. L'hypothèse ne reflète donc pas la réalité économique (Duffner 2003), ce qui suggère le recours à de nouvelles perspectives pour expliquer les relations économiques.

1.2.2. La théorie de l'entreprise

La théorie de l'entreprise reprend la critique de la théorie financière néoclassique et s'écarte des marchés financiers parfaits en termes de distribution de l'information et de transactions coûteuses (Duffner 2003).

Cette théorie peut être subdivisée en quatre approches, dont les idées sont résumées ci-dessous :

1.2.2.1. La théorie des droits de propriété

Pour (Duffner 2003, 33), la théorie des droits de propriété représente « *un groupe de concepts liés à la pensée juridique et institutionnelle qui peuvent être appliqués à la finance dans le sens où chaque opération de financement peut être considérée comme une transition des droits de propriété. Dans cette situation, les investisseurs donnent leur propre propriété et reçoivent en retour certains droits et devoirs* ».

Pour (Demsetz 1967, 16), les droits de propriété « *sont des droits fondés sur des convictions, des traditions, des lois ou des contrats qui sont acceptés par la société. Ils sont étroitement liés aux biens et permettent des restrictions d'actions qui permettent aux individus de surmonter la rareté des biens* ». (Picot, Reichwald, et Wigand 2001, 39) indiquent que ces droits peuvent être divisés en quatre droits individuels : le droit d'utilisation, le droit de modification, le droit de retour de l'utilisation, le droit de vente d'un bien.

Cette théorie est parfois considérée comme la base de la théorie de l'agence, de l'approche des coûts de transaction et de la théorie des contrats (Duffner 2003).

1.2.2.2. La théorie de l'agence

Cette théorie examine les problèmes de délégation des droits de propriété. La partie qui délègue est appelée principal, la partie à laquelle on délègue est appelée agent (Duffner 2003).

La théorie de l'agence suppose une maximisation indépendante de l'utilité. L'agent qui est plus proche de l'entreprise exploitante est donc mieux informé, il utilisera cette information supérieure pour maximiser sa propre utilité. C'est ce qu'on appelle un comportement opportuniste.

La question cruciale abordée par cette théorie n'est pas de savoir si l'agent se comporte de manière opportuniste, mais s'il pouvait le faire qu'elles seraient les modèles de relations qui alignent au mieux les intérêts des parties (Duffner 2003).

1.2.2.3. La théorie des coûts de transaction

Les coûts de transaction sont définis par (Picot, Reichwald, et Wigand 2001) comme les coûts « *d'information et de communication pour la préparation, la négociation, l'exécution, le contrôle et l'adaptation d'un échange de droits de propriété* ».

L'approche des coûts de transaction ne vise pas les problèmes de motivation ou les conflits d'intérêts comme la théorie de l'agence, mais elle tente d'expliquer l'existence des entreprises (Williamson 1990). Elle traite donc des coûts résultant des opérations de financement. Dans le cadre de l'intermédiation financière (SCR par exemple), des coûts supplémentaires sont entraînés. Les avantages d'un intermédiaire doivent donc surpasser ou surcompenser les inconvénients en termes de coûts de transaction.

1.2.2.4. La théorie des contrats

Pour (AUBERT 2016, 1), cette théorie est « *un outil qui vise à mieux comprendre comment les contrats doivent être conçus pour être profitables aux deux parties qu'ils engagent l'une envers l'autre. Elle part du principe que les agents économiques qui signent un contrat ont à la base des intérêts divergents. Elle cherche à comprendre comment structurer économiquement le contrat pour qu'il soit profitable aux deux parties et qu'il fasse converger leurs intérêts* ». Ainsi cette approche prend en considération d'autres aspects que les coûts seuls (Duffner 2003).

Parmi ces diverses approches présentées, la théorie de l'agence (C.Jensen et H.Meckling 1976) apparait comme la plus adéquate pour notre étude. En effet, cette théorie intègre les principes des trois autres théories de l'entreprise par son examen des implications résultantes de la délégation des droits de propriété; par l'alignement des intérêts par le biais des contrats et par l'hypothèse sous-jacente de l'impossibilité pour le mandant à coût zéro de garantir que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du mandant (C.Jensen et H.Meckling 1976).

La théorie des droits de propriété s'intéresse à la transition de ces droits, mais n'aborde nullement les conséquences d'une telle transition telles que développées dans une perspective d'agence notamment en termes de risques résultant de l'aléa moral et de l'adverse sélection. En outre, les implications de l'incongruité des objectifs entre SCR et start-up ne peuvent être abordées dans une perspective de coût de transaction, qui ne s'intéresse pas aux conflits d'intérêts, mais cherche plutôt à expliquer les avantages de l'intermédiation financière.

Les propos ci-dessus suggèrent donc la pertinence et la complétude de la théorie de l'agence par rapport aux autres théories présentées dans l'analyse de la relation SCR - start-up.

Bien que les prescriptions de la théorie de l'agence aient un sens théorique. Certains chercheurs ont mis en doute son adéquation pour expliquer la relation entre les SCR et l'entrepreneur (Panda 2018).

1.3. Limites de la théorie de l'agence dans le cadre de la relation société de capital risque - start-up

Un courant de la littérature initié par (Landstrom 1993) a remis en cause l'applicabilité de la théorie de l'agence dans le contexte des petites entreprises. (Arthurs et Busenitz 2003) ont indiqué que certaines fissures commencent à apparaître dans la logique de l'agence telle qu'appliquée aux entreprises financées par CR, ils continuent en indiquant que des erreurs de spécifications théoriques conduiront à des conclusions indéfendables. (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) ont fait état d'un scepticisme croissant quant à l'efficacité de cette théorie en tant que cadre explicatif de la relation CR - entrepreneur. Ce point vise à regrouper et à confronter les arguments avancés dans le cadre de ce courant et à y apporter une certaine critique.

Dans son étude (Landstrom 1993) a indiqué que les investisseurs en CR tentent de gérer les risques d'agence inhérents à une entreprise par le biais de leur niveau d'implication. Il a ainsi formulé un ensemble d'hypothèses indiquant une corrélation positive entre la participation active de la SCR et les variables suivantes (niveau d'innovation élevé, âge de l'entreprise,

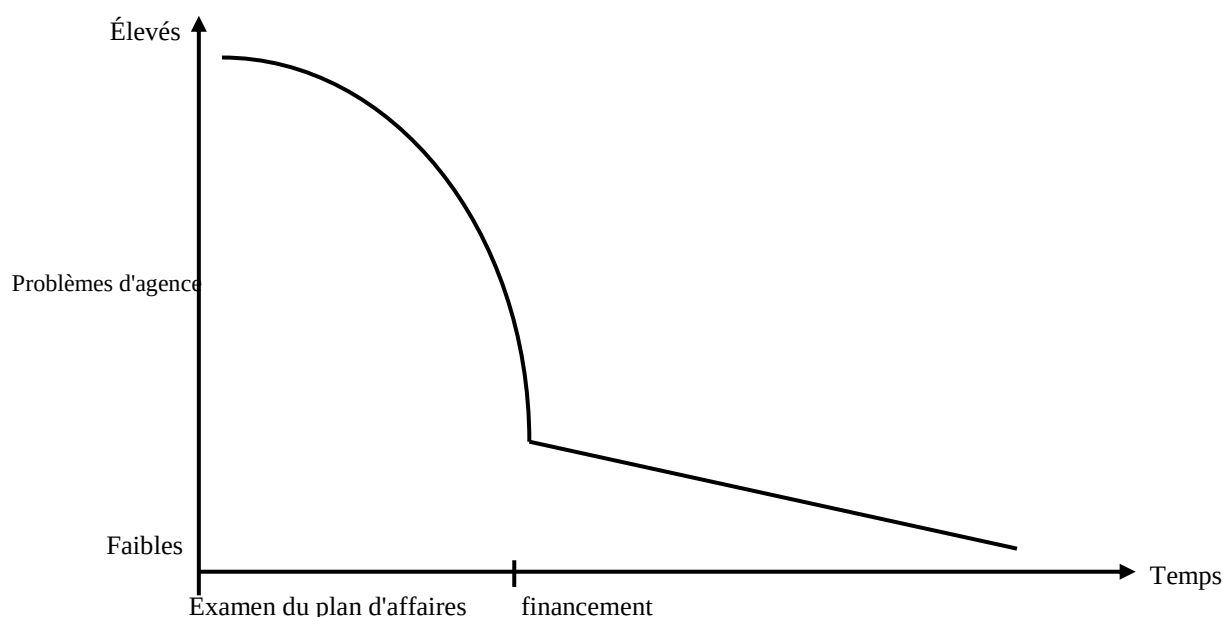
variabilité de l'environnement, faiblesse de la propriété de l'entrepreneur, connaissance de la SCR sur le processus de transformation de l'entreprise). Les résultats de l'étude auprès de 142 entreprises soutenues par CR ont révélé que seule la variable connaissance du CR est pertinente pour expliquer l'implication active, ce qui a conduit (Landstrom 1993) à indiquer que la théorie de l'agence n'est pas valable dans le cadre SCR - entrepreneur. Cette conclusion a été formulée sur un seul principe de la théorie de l'agence à savoir la résolution du problème de l'aléa moral par la participation active. Toutefois elle n'a pas été testée dans le cas du préinvestissement où il existe un problème d'adverse sélection (Akerlof 1970).

Contrairement à (Landstrom 1993), l'étude de (Arthurs et Busenitz 2003) s'est intéressée au problème de l'agence à tous les stades de l'investissement, exception faite de l'introduction en bourse. L'hypothèse sous-jacente de ces auteurs est que cette théorie est susceptible de varier dans son utilité pour expliquer la relation entre le CR et l'entrepreneur. Ainsi avant la décision d'investir, l'incertitude du CR concernant l'entrepreneur est susceptible d'être plus élevée, toutefois après la décision d'investissement plusieurs arguments formulés par ces auteurs suggèrent une estompation des problèmes d'agence :

- Les obligations contractuelles spécifiées par le CR dans l'accord de financement permettront de réduire la probabilité d'un risque moral futur en raison de considérations juridiques et financières;
- Les incitations offertes à l'entrepreneur pour atteindre certains objectifs de performance de l'entreprise ainsi que le suivi de l'entreprise par le CR réduiront également la probabilité d'un risque moral futur;
- Les objectifs de ces deux parties après l'investissement seront probablement alignés, ce qui atténuera le problème d'agence;
- L'investissement d'une SCR implique son passage du statut d'investisseur méfiant à collaborateur consentant;
- L'entrepreneur reste un propriétaire légal important, bien qu'il ait un pourcentage réduit - *l'idée étant que sa propriété et ses perspectives de profit limitent son opportunisme* -.

La figure ci-dessous résume les propos de (Arthurs et Busenitz 2003)

Figure N°4 : Résumé du raisonnement de (Arthurs et Busenitz 2003).



Source : Arthurs, Jonathan D., et Lowell W. Busenitz. 2003. « The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 28 (2). p.151.

Une étude plus récente développée par (Panda 2018) et s'appuyant sur une perspective de cycle de vie a abouti à des conclusions contradictoires. Les résultats de l'enquête sur une entreprise soutenue par CR font état de problèmes d'agence aux stades avancés de développement, tandis que les relations à stades précoces sont moins affectées. (Panda 2018) suggère qu'au stade précoce les deux parties travaillent à la croissance de l'entreprise. Cette orientation vers un objectif commun s'explique par la faiblesse de l'asymétrie entre les deux parties, en témoigne la nature de la diligence raisonnable (limitée à la validation de la compétence et de l'intégrité de l'entrepreneur). Pour cette auteure, dans ce stade précoce il s'agit plus de combler « *l'asymétrie de perception* » et beaucoup moins l'asymétrie d'information.

Dans les stades ultérieurs, les choses sont différentes que ce soit en termes de congruence d'objectifs - *l'entrepreneur n'est pas d'accord avec les objectifs de sortie de la SCR (insatisfaction par rapport au prix des offres de vente)* - ou encore en termes d'asymétrie d'information - *la diligence raisonnable est ici beaucoup plus complexe dans le sens où elle implique l'intervention de personnes externes à la SCR telles que des sociétés de conseil financier, ainsi que des cabinets d'audit. De même, le fondateur est réticent à partager toutes les informations par crainte d'être exploité par la SCR* -.

Le tableau ci-dessous résume les conclusions de (Panda 2018).

Tableau N°14 : Manifestation des problèmes d'agence selon le cadre développé par (Panda 2018).

	Incongruité des objectifs	Asymétrie d'information
Stade précoce	SCR et l'entrepreneur ont un objectif commun - <i>atteinte de la croissance</i> -.	Asymétrie de perception résolue par l'entretien avec l'entrepreneur pour valider ses compétences.
Stade ultérieur	L'incongruité porte sur la vente de l'entreprise et le prix de vente.	L'asymétrie se manifeste par la complexité de la diligence raisonnable et l'incapacité de la SCR à obtenir des informations auprès de l'entrepreneur.

Source : réalisé par nous-mêmes d'après notre compréhension de l'article.

Plusieurs limites peuvent être associées à l'étude de (Panda 2018) :

- La simplicité de la diligence raisonnable peut l'être qu'en apparence. En effet, l'excès d'optimisme de l'entrepreneur (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988) et la non-compréhension de la SCR de sa prise de décision (A. L. Zacharakis et Meyer 1998) suggèrent une diligence raisonnable complexe même au stade précoce.
- Des études adoptant une perspective de signal suggèrent que l'asymétrie d'information est plus importante dans les stades précoces de développement que dans les stades ultérieurs. L'étude de (Hoenen et al. 2014) et celle de (D. Hsu et Ziedonis 2007) suggèrent que les brevets ont tendance à voir leur valeur de signal diminuer au fur et à mesure que la start-up se développe. Par ailleurs, les arguments faisant état de la corrélation positive entre la responsabilité de la nouveauté de (Stinchcombe 1965) et de la légitimité des jeunes entreprises avec l'âge soutiennent la proposition de (Arthurs et Busenitz 2003) selon laquelle les risques d'agence sont présents avant le début d'une relation formelle et sont fortement réduits après la mise en place des mécanismes de gouvernance.

Dans la continuité des arguments avancés par (Panda 2018), l'étude de (Lindqvist et Mijovski 2012) a cherché à déterminer qui de la théorie de l'agence ou de la théorie de l'intendance explique le mieux la relation entre la SCR et la start-up. L'étude de cas de

Chalmers innovation - *un fonds de CR suédois* - a remis en cause la maximisation de l'utilité personnelle de l'entrepreneur indiquant que celui-ci a plus à perdre qu'à gagner par l'adoption d'un tel comportement⁷³. L'interviewé (gérant du fonds) soutient ici que les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral sont traités respectivement par un processus de sélection approfondie et par la conclusion d'un contrat de financement. Ces conclusions ont conduit les auteurs à considérer que la meilleure relation entre le CR et l'entrepreneur est celle qui est définie par la théorie de l'intendance; cela parce qu'il n'y a pas de coûts d'agence inutiles et que les problèmes de méfiance et de contrôle lourd sont rares. Cette étude n'est pas exempte de critiques, le processus de sélection approfondie suggéré est susceptible d'être peu fiable, car l'entrepreneur souffre d'une absence d'antécédents (Stinchcombe 1965). La conclusion des contrats n'inclut pas les limites résultant d'une telle démarche⁷⁴. Enfin, les arguments de désutilité ne semblent pas prévaloir compte tenu des implications de la théorie du modèle de l'homme qui considère les individus comme des êtres rationnels cherchant à maximiser leur utilité avec n'importe quelle chance donnée.

L'étude menée par (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) consolide un peu plus les limites associées à l'approche de (Panda 2018) et légitime le recours à la perspective d'agence.

(E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) a cherché à comprendre si hormis les premières étapes de la relation, les objectifs des investisseurs en CR et des entrepreneurs sont effectivement alignés. Les entretiens semi-structurés avec les investisseurs en CR et les entrepreneurs ont permis d'identifier une incongruité significative des objectifs à chaque étape de la relation. Conformément à (Arthurs et Busenitz 2003) des incongruités des objectifs ont été trouvées au cours des premières étapes de la négociation; les asymétries d'information permettent aux start-up de survendre leur valeur. Cette propension à la survente n'échappe pas à l'investisseur en CR, qui utilise des contrats et des investissements échelonnés pour réduire ce risque. Les divergences d'objectifs étaient présentes dans les stades ultérieurs, bien que dans une moindre mesure en raison de la diminution de l'asymétrie de l'information; elles se sont manifestées par une volonté de la start-up de réduire la dépendance vis-à-vis de la SCR en s'assurant d'autres sources de financement et par des conflits sur la date et la valeur de l'introduction en bourse. Des conflits d'intérêts à des stades très en aval peuvent être incompréhensibles, toutefois (P. A. Gompers 1996) a indiqué que de tels agissements

⁷³ Notamment en tenant compte des considérations relatives à la rareté des sources de financement et de la relation de dépendance entre financement et réalisation des espérances de l'entrepreneur.

⁷⁴ Point qui sera abordé plus en détail dans le cadre de la prochaine section.

notamment en termes d'anticipation des introductions en bourse ont pour but de forger une réputation de « *SCR capable d'introduire des entreprises en bourse* » et par conséquent faciliter de futures levées de fonds.

Bien qu'il n'y ait pas de consensus sur l'application de la théorie de l'agence tout au long du cycle de financement par CR, un certain consensus existe pour le stade initial objet de notre thèse (Arthurs et Busenitz 2003; E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009).

Par ailleurs, malgré les limites associées à la perspective de l'agence, à notre connaissance aucune autre perspective n'a su s'imposer dans le traitement de la question de l'incongruité des objectifs entre SCR et start-up. (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) suggèrent que la théorie de l'agence est la perspective dominante utilisée pour comprendre la relation susmentionnée. (Arthurs et Busenitz 2003) ont indiqué que bien que cette théorie ait été développée dans le contexte des grandes entreprises cotées en bourse, sa logique présente un certain intérêt pour expliquer la relation CR - entrepreneur. La pertinence de la théorie de l'agence est reliée à l'existence d'incongruité des objectifs, des preuves de telles divergences furent apportées par (Duffner 2003; E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009).

En définitive et conformément à (Landstrom 1993) nous soutenons que certaines hypothèses de la théorie de l'agence sont attrayantes et pertinentes dans le cas des petites entreprises. Exemples : le niveau élevé d'asymétrie de l'information et le fait que les entrepreneurs ne sont pas motivés à divulguer des informations par crainte qu'elles ne soient utilisées contre eux.

La section suivante abordera plus en détail les hypothèses associées à cette théorie qui ont été relatées tout au long de ce point.

Section 2 : La théorie de l'agence dans le cadre société de capital risque - Start-up

Avant de traiter la théorie de l'agence dans le contexte susmentionné, elle sera exposée dans son contexte d'origine telle que développée par (C.Jensen et H.Meckling 1976). Mais auparavant une discussion sur ses origines et le contexte de son émergence (remise en cause de l'information parfaite) sera présentée.

Cette section vise par ailleurs à donner un aperçu des problèmes relationnels qui existent en raison des informations asymétriques entre les parties, ainsi que leurs conséquences. La section éclaire aussi sur la stratégie à adopter par la start-up pour surmonter les problèmes mis en évidence par cette théorie.

2.1. Origines de la théorie de l'agence

Les problèmes résultant de la théorie de l'agence étaient bien connus des acteurs économiques bien avant leur formulation initiale par (C.Jensen et H.Meckling 1976). (Duffner 2003) note que ces problèmes existaient déjà dans la société du 16^{ème} siècle qui était caractérisée par les grandes expéditions des Portugais et des Espagnols qui ont repoussé les limites du monde connu. Il affirme que des explorateurs comme Polo, Colomb, Vespucci, De Gama et Magnallanes ont tous été confrontés à des problèmes pour l'obtention de financement. Leurs expéditions étaient comparables à une start-up en termes d'incertitudes. Les financeurs de ces explorateurs ne pouvaient pas savoir s'ils avaient l'intention de contourner le globe ou s'ils voulaient juste le prestige d'être capitaine de trois navires, ils ne pouvaient pas savoir s'ils avaient vraiment dépensé tout l'argent de l'expédition, ni s'ils partageraient équitablement les bénéfices à leur retour, ni s'ils pouvaient naviguer suffisamment bien pour y arriver. Seuls ces explorateurs étaient au courant de toutes ces choses (Duffner 2003).

(Stiglitz 2000) a indiqué que des auteurs comme Marshall et d'autres économistes du 19^{ème} siècle ont parlé des problèmes d'informations imparfaites, mais les discussions n'étaient jamais au centre. Les analyses formelles se concentraient sur des contextes dans lesquels l'information était à toute fin utile, parfaite (ou si elle n'était pas parfaite, il n'y avait pas de modélisation du processus d'acquisition de l'information). Des grands auteurs du 19^{ème} siècle et même des siècles précédents peuvent être considérés du point de vue de l'économie de l'information comme ayant anticipé nombre de ses idées. (Stiglitz 2000) ajoute que Smith a anticipé les discussions ultérieures sur la sélection adverse en écrivant que lorsque l'entreprise augmente les taux d'intérêt, les meilleurs emprunteurs se retirent du marché en raison d'imperfection de l'information. Smith a également relevé dans son ouvrage la richesse des nations en 1937, les manquements résultant de la délégation de la gestion en écrivant : *« les directeurs de ces sociétés, qui gèrent l'argent des autres plutôt que le leur, ne peuvent s'attendre à ce qu'ils surveillent l'entreprise avec la même vigilance anxieuse que les partenaires d'un copartage privé qui surveillent souvent le leur. Comme les intendants d'un homme riche, ils sont enclins à considérer que l'attention portée aux petites affaires n'est pas pour l'honneur de leur maître et se dispensent très facilement de cette attention. La négligence et la profusion par conséquent doivent toujours prévaloir moralement au moins dans la gestion des affaires d'une telle société »*. Berles et Means 1932 soutiennent même *« que les gestionnaires pourraient se livrer à un pillage d'entreprise en raison d'un contrôle*

incomplet par les actionnaires ». Ces auteurs étaient donc conscients des problèmes d'informations mais n'ont pas poursuivi les implications logiques.

(Duffner 2003) note qu'il a fallu un demi-siècle de plus pour que ces approches ne deviennent la théorie de l'agence. L'explication pour une telle attente se trouve chez (Stiglitz 2000) qui a indiqué que ce n'est qu'avec le développement de l'économie de l'information que l'éventail des questions a été clarifié. Pour ce même auteur (p.1461), « *la reconnaissance de l'information imparfaite, de son coût d'obtention, de l'existence, ainsi que l'ampleur de l'asymétrie fut la rupture la plus importante avec le passé. Une grande partie de ce que les économistes croyaient - ce qu'ils pensaient être vrai sur la base de recherches et d'analyses effectuées pendant près d'un siècle - s'est avérée ne pas être robuste aux considérations d'imperfections, même légères de l'information* ». Ainsi pour (Stiglitz 2000) cette reconnaissance de l'imperfection de l'information a fourni des explications à des phénomènes économiques et sociaux qui seraient autrement difficiles à comprendre.

Des chercheurs tels que Akerlof, Arrow, Spence ont remis en cause l'hypothèse selon laquelle les économies à information imparfaite seraient similaires aux économies à information parfaite (Stiglitz 2000). Les implications résultant de ces travaux seront explorées tout au long de cette section.

2.2. Développement initial de la théorie de l'agence

Pour (Eisenhardt 1989) cette théorie remonte aux années 60 et 70, lorsque les économistes ont étudié le partage des risques entre les individus et les groupes. Le problème du partage des risques survient lorsque les parties coopérantes ont des attitudes différentes à l'égard du risque. La théorie de l'agence par le biais de (C.Jensen et H.Meckling 1976) a élargi cette littérature sur le partage des risques pour inclure le problème dit de l'agence qui survient lorsque les parties ont des objectifs différents (C.Jensen et H.Meckling 1976; Ross 1973). Cette théorie a été développée dans le contexte des grandes entreprises cotées en bourse ayant une structure de propriété diffuse et des gestionnaires ayant une participation au capital limitée (Arthurs et Busenitz 2003).

Le point de départ de l'analyse de (C.Jensen et H.Meckling 1976) est une entreprise entrepreneuriale, dont le fondateur est à la fois actionnaire et dirigeant. Dans cette situation, les conflits d'agence sont absents, car l'entrepreneur internalise complètement l'impact de ses décisions sur la valeur (Wirtz 2011). Les choses changent lorsque le fondateur décide de déléguer la gestion de son entreprise à un agent. Ces parties sont supposées ne pas avoir la même perception vis-à-vis du risque (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) et étant

donné que les individus sont connus pour maximiser leurs propres utilités, il y a de bonnes raisons de penser que l'agent n'agira pas dans l'intérêt du fondateur. La rationalité limitée entraîne ici une asymétrie d'information entre les deux parties, ce qui donne aux entrepreneurs astucieux les moyens d'adopter un comportement opportuniste. Pour (Ross 1973) l'asymétrie d'information est la raison d'être d'une relation d'agence, il l'a défini comme la situation dans laquelle l'agent ou le mandataire peut posséder des informations différentes (meilleures ou plus fiables) sur les états du monde que le principal (mandant).

Cette théorie vise donc à résoudre deux problèmes (Landstrom 1993; Eisenhardt 1989) :

- Le premier est celui qui se pose lorsque les objectifs du mandant et de l'agent sont en conflit et qu'il est difficile et coûteux pour le mandant de vérifier ce que l'agent fait réellement;
- Le second est le problème qui se pose lorsque le mandant et l'agent ont des attitudes différentes vis-à-vis du risque, ce qui peut conduire à des actions privilégiées différentes.

Face à ces deux problèmes, la théorie s'attache donc à déterminer le contrat le plus efficace pour régir la relation principal - agent. Elle fut donc définie par (C.Jensen et H.Meckling 1976, 308) comme un « *contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (le ou les mandants) engagent une autre personne (l'agent) pour effectuer un certain service en leur nom, ce qui implique la délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Si les deux parties sont des maximisateurs d'utilité, il y a de bonnes raisons de penser que l'agent n'agira pas toujours dans l'intérêt du mandant* ».

Le tableau ci-dessous résume les diverses idées exposées dans ce point.

Tableau N°15 : Aperçu sur la théorie de l'agence.

Elément	
Idée principale	Les relations mandant-mandataire doivent refléter une organisation efficace de l'information et des coûts liés à la prise de risque.
Unité d'analyse	Contrat entre le mandant et l'agent.
Hypothèses humaines	Intérêt personnel/ rationalité fondée/ l'aversion au risque.
Hypothèses organisationnelles	Conflit partiel d'objectifs entre les participants/ asymétrie d'information entre le principal et l'agent.
Hypothèse informationnelle	L'information comme marchandise achetable.
Problèmes de contrats	Agence (risque moral et sélection adverse).
Domaine de problèmes	Relations dans lesquelles le mandant et l'agent ont des objectifs et des préférences de risque partiellement différents (rémunération, réglementation, leadership).

Source : Eisenhardt, Kathleen M. 1989. « Agency Theory: An Assessment and Review ». *The Academy of Management Review* 14 (1). p.59.

Ainsi, cette perspective nous rappelle qu'une grande partie de la vie organisationnelle est basée sur l'intérêt personnel, comme elle souligne une structure de problèmes commune à tous les groupes de recherche, ce qui autorise l'application de cette théorie à d'autres cadres de recherches (problèmes autres que la délégation de la gestion de la société) sans pour autant perdre en pertinence.

2.3. Multiplication des contextes d'application de la théorie de l'agence

(C.Jensen et H.Meckling 1976) soulignent que le problème consistant à inciter un agent à se comporter comme s'il maximisait le bien-être du mandant est assez général; il existe dans toutes les organisations et dans tous les efforts de coopération - *à tous les niveaux de gestion dans les entreprises, dans les universités, dans les sociétés mutuelles, dans les syndicats et dans les relations normales classées comme des relations d'agence, comme c'est le cas dans les arts du spectacle et sur le marché de l'immobilier* -.

Selon (Eisenhardt 1989) la théorie de l'agence vise l'omniprésente relation d'agence dans laquelle une partie (le principal) délègue du travail à une autre (l'agent) qui effectue ce travail. Ces propos se sont révélés être vrais puisque selon le même auteur la théorie a été utilisée par des chercheurs en comptabilité, en économie, en finance, en marketing, en science politique et en sociologie.

La définition proposée par (Ross 1973, 134) intègre bien cette multiplication des contextes d'application, ainsi « *une relation d'agence apparait entre deux ou plusieurs parties lorsque l'une, désignée comme agent ou mandataire, agit pour le nom ou comme représentant de l'autre désignée comme mandant ou principal. Tous les types d'arrangement contractuels entre l'employeur et l'employé ou entre l'État et les administrés contiennent des éléments importants de l'agence* ».

Cette définition apparait donc plus appropriée pour notre cadre de recherche qui n'applique pas cette théorie dans son cadre de développement initial à savoir la délégation de la gestion à un agent dans les grandes entreprises cotées en bourse, mais dans le contexte de la délégation d'une partie des fonds d'une SCR à une start-up.

Plusieurs études ont indiqué que l'environnement relationnel susmentionné est favorable au développement d'une relation d'agence; (N. Berger et F. Udell 1998; Mason et Stark 2004; Nadeau 2010) notent que les SCR rencontrent des problèmes d'asymétrie d'information lors de l'évaluation des opportunités d'investissement. Pour (Amit, Glosten, et Muller 1990) cette

asymétrie découle de l'incapacité d'une SCR à évaluer les attributs essentiels des fondateurs (talent, compétences, expérience, ingéniosité, leadership...), ce qui est conforme aux conclusions de (Kollmann et Kuckertz 2010) selon lesquelles les critères relatifs à la personnalité de l'entrepreneur sont difficiles à évaluer lors de la phase de sélection. (Amit, Glosten, et Muller 1990) concluent en indiquant que ces problèmes d'agence sont susceptibles d'affecter les décisions des entrepreneurs d'impliquer des personnes extérieures et les prix que les SCR peuvent être prêtes à payer pour de nouvelles entreprises.

2.4. Les deux perspectives de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence s'est développée selon deux axes : la recherche positiviste et la recherche mandant - mandataire ou recherche normative (M. C. Jensen 1983).

2.4.1. La recherche normative de la théorie de l'agence

(Arthurs et Busenitz 2003) ont indiqué que les éléments normatifs de cette théorie visent à atteindre un objectif donné, compte tenu de certaines limites. (Jensen 1983, 1983) déclare : « *les réponses aux questions normatives dépendent toujours du choix du critère ou de la fonction objective qui est une question de valeurs. Par conséquent, les propositions normatives ne sont jamais réfutables par des preuves; si l'on observe une non-signification ou une faible signification, les hypothèses normatives peuvent ne pas être applicables à la situation étudiée, ou peuvent ne pas être applicables à certains moments.* » Une question normative pour la théorie de l'agence serait « *comment le principal peut-il éviter au mieux le problème de l'agence ?* » (Arthurs et Busenitz 2003). Cette question révèle les objectifs d'efficacité que se fixe la recherche normative. Cette perspective indique donc quel contrat est le plus efficace en fonction de différents niveaux d'incertitude, d'aversion au risque, d'information et d'autres variables (Eisenhardt 1989).

La recherche normative par rapport à la recherche positive est abstraite, mathématique et moins accessible aux spécialistes de l'organisation (Eisenhardt 1989), dans le sens où elle cherche à établir une théorie générale des relations mandant - mandataire (Landstrom 1993).

2.4.2. La recherche positive de la théorie de l'agence

Selon (Landstrom 1993; Eisenhardt 1989) les deux approches partagent une unité d'analyse commune et utilisent la même tautologie de réduction des coûts d'agence, mais elles diffèrent dans leur rigueur mathématique. La recherche positiviste est moins mathématique et plus orientée empiriquement que la recherche mandant - mandataire en se concentrant sur la

relation entre les propriétaires et les directeurs des grandes entreprises (Landstrom 1993), et en cherchant à déterminer les mécanismes de gouvernance qui permettent de résoudre le problème d'agence.

Les éléments positivistes sont donc de nature explicative (Arthurs et Busenitz 2003) - *ils fournissent une explication pour un phénomène donné* -. (Eisenhardt 1989) continue en soulignant que cette approche se concentre sur l'identification des situations de rivalité dans lesquelles le donneur d'ordre et l'agent sont susceptibles d'avoir des objectifs contradictoires, puis sur l'identification des mécanismes de gouvernance qui limitent le comportement intéressé de l'agent. Sur ce point (M. C. Jensen 1983) écrit : les réponses aux questions positives impliquent la découverte de certains aspects du comportement du monde et sont toujours potentiellement réfutables par des preuves contradictoires. Une question positiviste pour cette théorie serait « *comment la séparation de la propriété et du contrôle affecte-t-elle la valeur d'une entreprise ?* » (Arthurs et Busenitz 2003).

2.4.3. Quelle perspective d'agence pour le cadre société de capital risque- start-up ?

Dans cette thèse la perspective positive apparaît comme plus adaptée, dans le sens où notre objectif est de répondre à la question suivante « *comment la relation d'agence affecte-t-elle l'obtention du financement par la start-up ?* ».

Toutefois, le but ultime est de mettre en évidence une démarche pour éviter les problèmes induits par cette théorie, ce qui concorde plus avec la perspective normative.

Ces arguments appellent donc à l'adoption d'une certaine complémentarité entre ces deux approches comme indiqué par (Eisenhardt 1989). Toutefois l'argument de l'acceptation de la réfutabilité, nous conduit à adopter une perspective positive, en effet nous serons amenés dans les prochains points à rejeter certaines hypothèses de la théorie d'agence.

2.5. La relation d'agence dans le cadre société de capital risque - start-up

Les fondateurs de start-up peuvent se targuer d'un excellent savoir-faire technologique, mais ils ne disposent pas des ressources nécessaires pour concrétiser leurs idées. Les SCR possèdent des capitaux et sont à la recherche d'opportunités d'investissement.

Lorsqu'une SCR investit dans un entrepreneur en échange d'une certaine partie du capital de l'entreprise, une relation d'agence se développe (Panda 2018). Dans le cadre de cette relation, les chercheurs ont attribué le rôle d'agent à l'entrepreneur (Start-up) et celui de principal à la SCR (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009; Panda 2018); en effet selon la théorie de l'agence le principal est celui qui utilise le contrat pour se protéger.

Dans le cadre de cette relation d'agence, l'entrepreneur est souvent mieux informé que la SCR sur les perspectives et potentialités de son entreprise (Duffner 2003), il utilisera donc cette information supérieure pour maximiser sa propre utilité, dans un contexte caractérisé par le coût et la difficulté d'observation du comportement de l'agent (Lindqvist et Mijovski 2012).

2.6. Problèmes résultant de la théorie de l'agence

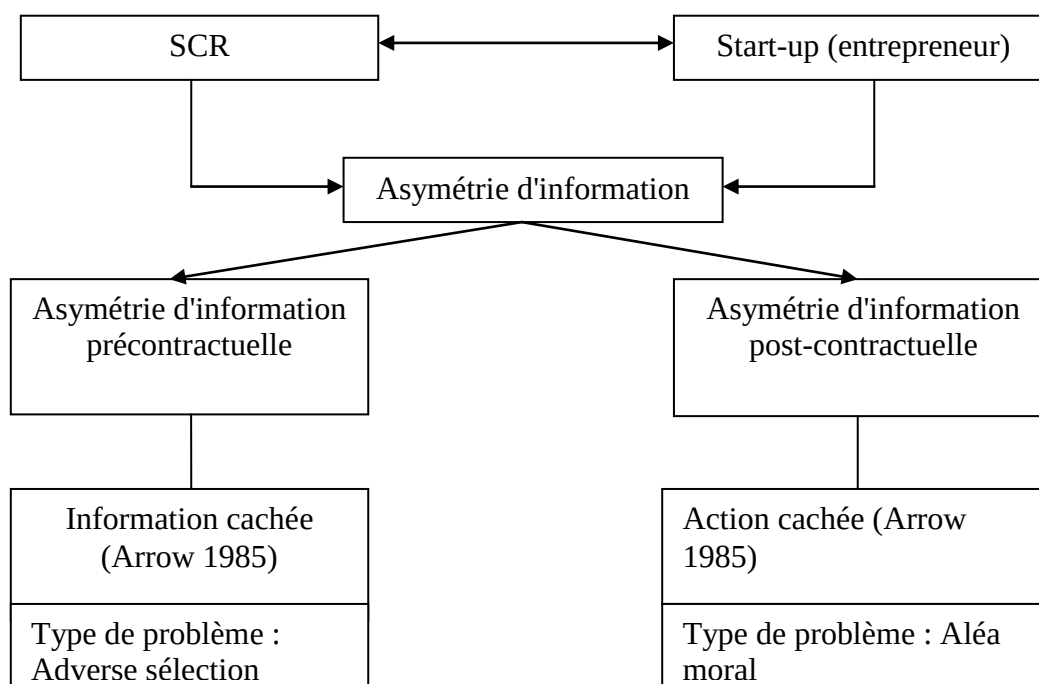
L'asymétrie d'information entre la SCR et la start-up, génère deux problèmes d'agence, à savoir la sélection adverse inhérente à la phase précontractuelle et l'aléa moral relatif à la phase post contractuelle (N. Berger et F. Udell 1998; Nadeau 2010; Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009; Lindqvist et Mijovski 2012).

(Cassar 2009) a identifié trois raisons qui font que l'asymétrie d'information est accrue chez les start-up :

- La spécificité des connaissances de la start-up à son contexte et à son environnement ce qui rend l'évaluation de la viabilité et de la performance actuelle et future par des personnes extérieures plus difficile;
- Les parties prenantes potentielles disposent de moins de sources d'informations alternatives qui permettront de valider les informations issues des nouvelles entreprises. Ceci oblige donc ces parties à se fier aux informations issues des start-up pour réduire l'asymétrie d'information;
- Les start-up ne sont pas tenues de fournir des états financiers trimestriels ou annuels en raison d'exigences réglementaires plus souples.

La figure ci-dessous illustre ces deux problèmes d'agence résultant de l'asymétrie d'information.

Figure N°5 : Les deux problèmes d'agence résultant de l'asymétrie d'information.



Source : figure de Lindqvist, Caroline, et Dusjan Mijovski. 2012. « Does agency theory or stewardship theory apply to the venture capitalist - entrepreneur relationship ? » Suède: Goteborgs University. p.18 légèrement modifiée.

2.6.1. L'adverse sélection ou sélection défavorable ou anti-sélection

Ce problème trouve son origine dans l'article de (Akerlof 1970) qui l'a opérationnalisé dans le contexte du marché des voitures d'occasion afin de mettre en évidence les risques résultant d'une mauvaise sélection. Sur ce marché, l'acheteur ne peut juger la qualité des produits avant l'accord contractuel (l'achat), cela conduit à une situation où les vendeurs ont une meilleure connaissance de la qualité des voitures que les acheteurs. (Akerlof 1970) indique qu'une conséquence directe de cette asymétrie fait que les bonnes et les mauvaises voitures doivent toujours se vendre au même prix, car il est impossible pour un acheteur de faire la différence entre une bonne ou une mauvaise voiture.

Face à cette situation, le propriétaire d'une bonne voiture est enfermé, car il ne peut recevoir la valeur réelle de sa voiture. (Akerlof 1970) indique ici que de la même manière que le mauvais argent chasse le bon, les mauvaises voitures chassent les bonnes, car elles se vendent au même prix que les bonnes.

Les conséquences de l'adverse sélection ont été illustrées avec un peu plus de pertinence de la part de l'auteur en utilisant le cas de l'assurance maladie, où les personnes de plus de 65 ans rencontrent de nombreuses difficultés pour la souscription d'une telle assurance.

L'augmentation des prix de l'assurance ici ne fera que drainer les personnes en mauvaise santé, car c'est les seules qui trouvent les primes attrayantes (Akerlof 1970). Par ailleurs, une telle augmentation poussera les personnes en bonne santé à mettre fin à leur couverture. Un risque de sélection adverse apparaît dans le sens où l'assureur face à l'impossibilité de distinguer entre personnes en bonne ou mauvaise santé optera pour une augmentation des prix en fonction de l'âge. Une telle politique entraînera donc des demandes d'indemnisation plus élevées que prévu, dues au fait que les personnes en bonne santé se retirent et qu'il n'y a que celles en mauvaise santé qui trouvent attrayant de souscrire à la police d'assurance (Akerlof 1970).

L'adverse sélection conduit ainsi à une situation où les vendeurs ou les acheteurs légitimes sont chassés du marché, de sorte qu'il ne reste que les vendeurs ou les acheteurs de moindre qualité qui à terme entraîneront une disparition du marché (Akerlof 1970).

Dans le cas d'une relation SCR - start-up, l'adverse sélection fait référence à une situation où la SCR se retrouve dans l'impossibilité de faire la distinction entre une start-up viable et une start-up non viable. Du fait de l'asymétrie d'information, la SCR est dans l'impossibilité de vérifier la qualité avant la conclusion du contrat, la start-up peut adopter un comportement opportuniste en prétendant une connaissance approfondie de la technologie ou en survendant les mérites et les capacités de l'entreprise (Kirmani et Rao 2000; Arthurs et Busenitz 2003; Amit, Brander, et Zott 1998), le gestionnaire peut également ne pas révéler avec précision tout ce qu'il sait sur son entreprise (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009). Le but étant d'obtenir des conditions de financement plus favorables (Amit, Brander, et Zott 1998).

Au même titre que l'assureur, la SCR peut appliquer une prime de risque lorsqu'elle investit. Toutefois face à l'augmentation du coût du financement, les start-up viables renonceront au financement et il ne restera que des start-up non viables (Amit, Brander, et Zott 1998). La règle selon laquelle la mauvaise monnaie chasse la bonne s'applique donc ici.

Le modèle développé par (Amit, Glosten, et Muller 1990) a expérimenté ce problème de sélection adverse dans le cadre SCR - start-up, les auteurs ont supposé une asymétrie d'information en ce qui concerne les capacités de l'entrepreneur - *l'entrepreneur connaît son niveau de compétences alors que la SCR ne le connaît pas* -. Dans ce contexte, ce sont les entreprises lancées par des entrepreneurs moins compétents qui sont vendues. Tandis que les plus rentables sont conservées par les entrepreneurs les plus compétents. Ces résultats sont donc conformes au concept de l'adverse sélection selon laquelle l'asymétrie conduit à la sélection du mauvais partenaire.

(Arrow 1971) a défini une seconde catégorie de problèmes d'information : l'aléa moral appelé plus tard problème de l'incitation.

2.6.2. L'aléa moral ou risque moral

(Arrow 1971) a opérationnalisé le problème de l'aléa moral dans le contexte de l'assurance: il indique que si les individus sont assurés contre un risque, ils ne sont pas suffisamment incités à prendre des mesures pour éviter ce risque. Si l'information était parfaite, le contrat d'assurance stipulerait toutes les actions à entreprendre et il n'y aurait pas de problème d'incitation. Mais les actions sont au mieux imparfaitement observées. Les entreprises assurées se voient imposer que leurs bâtiments soient équipés de dispositifs anti-incendie (facilement observés) mais l'assurance ne peut pas surveiller d'autres variables qui affecteraient la probabilité d'incendie comme la fréquence à laquelle les gens fument (Arrow 1971).

(Milgrom et Roberts 1992) définissent le risque moral « *comme la forme d'opportunisme post-contractuel qui survient lorsque les actions requises ou souhaitées en vertu des contrats ne sont pas librement observables* ». (Elitzur et Gavius 2003) indiquent que dans une situation d'aléa moral chaque participant craint que les autres évitent de faire leur part d'efforts.

L'aléa moral est donc le risque éventuel que l'entrepreneur n'agisse pas au profit de l'investisseur en CR (Lindqvist et Mijovski 2012). Cet investisseur en raison de l'asymétrie d'information peut ne pas être en mesure d'observer si l'entrepreneur travaille dur et prend les décisions judicieuses ou s'il cherche à « *prendre l'argent et s'enfuir* » (Amit, Brander, et Zott 1998). Ainsi après avoir reçu le financement, l'entrepreneur pourrait rester assis sans rien faire ou pire encore, acheter des biens qui ne font que lui ajouter de la valeur (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009; Tykvová 2000). Alors qu'un investisseur en action cherche à maximiser la valeur de l'entreprise, le gestionnaire qui possède une partie de celle-ci est intéressé par un mélange entre une augmentation de la valeur de la société, et d'avantages non pécuniaires (voiture de société, bureaux somptueux) ou la possibilité de faire des affaires avec des amis à des conditions préférentielles (Duffner 2003). (Tykvová 2000) a indiqué que même si le fondateur a déployé un effort important, le projet peut échouer pour d'autres circonstances. Ainsi le fondateur peut ne pas admettre l'échec du projet et son arrêt tant que la SCR le finance ce qui peut entraîner la poursuite de projets déficitaires et le gaspillage de ressources rares.

(Duffner 2003) a classé les problèmes résultants du risque moral en quatre catégories :

2.6.2.1. Le problème de l'effort

Ce problème met en évidence l'influence du niveau d'effort sur le résultat du projet. Alors que l'entrepreneur doit partager le rendement du projet avec l'investisseur externe, il doit assumer seul les coûts de l'effort. Il risque donc de choisir un niveau d'effort inférieur à celui qui serait optimal pour la valeur du projet.

2.6.2.2. Le problème de la consommation à la pièce

Cela consiste à utiliser le capital obtenu pour des investissements procurant personnellement une utilité directe. Cette utilité peut provenir d'une consommation ponctuelle (exemple : meubles de bureau luxueux, voiture de société, frais de déplacement élevés).

2.6.2.3. Le problème du sous-investissement

Ce problème est plus important dans le cas du financement par emprunt⁷⁵, sachant l'existence d'asymétrie d'information, l'entrepreneur peut être incité à réduire la taille du projet en réduisant son propre investissement après avoir obtenu des capitaux extérieurs.

2.6.2.4. Le problème de l'incitation au risque

Se manifeste également dans une situation de financement par emprunt, ici l'entrepreneur est incité à s'écarter des investissements convenus et à se diriger vers des investissements plus risqués. Cette situation est atténuée dans le financement par capitaux propres en raison des systèmes de rémunération par option et par la diversification imparfaite de l'entrepreneur qui a investi une grande partie de son patrimoine privé dans l'entreprise, ce qui entraîne chez lui une aversion au risque.

Dans cette thèse nous traiterons principalement du problème de l'adverse sélection (Akerlof 1970) relatif au préinvestissement où les problèmes d'asymétrie d'information sont les plus répandus (Arthurs et Busenitz 2003; Nofsinger et Wang 2011).

Les problèmes liés à l'asymétrie d'information peuvent être résolus par le recours aux contrats (C.Jensen et H.Meckling 1976; Osnabrugge 2000). Ces contrats écrits ou non précisent les droits de l'agent, les critères de performance sur lesquels l'agent est évalué et les fonctions de rémunération auxquelles il est confronté (Fama et Jensen 1983). Le contrat est donc un élément crucial pour que la relation d'agence puisse même émerger (Lindqvist et Mijovski 2012). Il est donc défini par (Duffner 2003, 36) comme « *tout accord implicite ou*

⁷⁵ Car le banquier ne siège pas au sein du conseil d'administration.

explicite contraignant, concernant l'échange de biens ou de services entre les personnes qui y consentent parce qu'elles espèrent améliorer leur situation ».

Il y a lieu de noter que les contrats ne peuvent être rédigés gratuitement, (C.Jensen et H.Meckling 1976) affirment qu'il est généralement impossible pour le mandant à coût zéro de garantir que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du mandant. Les coûts d'agence représentent ici les coûts de la bonne exécution du contrat.

Puisque la relation de délégation génère des coûts d'agence pour les deux parties, une question légitime peut être posée à ce niveau (Wirtz 2011) : Pourquoi l'entrepreneur devrait-il ouvrir son entreprise aux investisseurs ?

La réponse réside dans la valeur générée par ses FP externes; ainsi la VA générée par les FP dans l'exploitation des opportunités d'investissement doit dépasser les coûts d'agence induits par la diminution de la participation de l'entrepreneur (Wirtz 2011).

2.7. Les coûts d'agence

(C.Jensen et H.Meckling 1976) définissent les coûts d'agence comme la somme des dépenses de surveillance du mandant + les dépenses de cautionnement de l'agent + la perte résiduelle.

2.7.1. Les dépenses de surveillance du mandant

Les frais de surveillance sont nécessaires pour limiter les activités aberrantes de l'agent - *ils comprennent l'audit, les systèmes de contrôle formel, les restrictions budgétaires et la mise en place de rémunération incitative* - en effet, au fur et à mesure que la part du propriétaire gérant dans le capital social diminue, sa part dans le résultat diminue, ce qui tend à l'encourager à s'approprier une part plus importante des ressources de l'entreprise sous forme d'avantages accessoires (C.Jensen et H.Meckling 1976). Ainsi la surveillance fait référence ici à la capacité du mandant à déterminer si l'agent a respecté les dispositions du contrat et à empêcher l'utilisation abusive des actifs en raison des conflits d'intérêts (Landstrom 1993).

2.7.2. Les dépenses de cautionnement de l'agent

Les dépenses de cautionnement comprennent les frais qu'engage un agent pour prouver que son comportement est conforme à celui du mandant. Des exemples d'une telle démarche comprennent un rapport régulier sur l'entreprise, un audit volontaire effectué par des tiers aux frais de l'entrepreneur. Dans ce dernier cas, l'entrepreneur utilise la réputation de la tierce partie pour se cautionner (Duffner 2003).

2.7.3. La perte résiduelle

La perte résiduelle est l'équivalent en dollars de la réduction du bien-être du mandant dû à la divergence entre les décisions de l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du mandant (C.Jensen et H.Meckling 1976).

2.8. Le contrat d'agence lié à la relation société de capital risque - start-up

Le pacte d'actionnaires qui lie la SCR et l'entrepreneur est caractérisé par une grande sophistication. Les dispositifs contractuels comportent deux volets (Dubocage et Rivaud-Danset 2006) :

- Le titre financier attribue des droits de propriété;
- Le contrat proprement dit stipule l'ensemble des droits et obligations et précise dans quelles conditions ils s'exercent. Il s'agit en particulier des droits de contrôle concernant la répartition des sièges dans le conseil d'administration, des droits de vote, le pacte prévoit aussi la répartition des pouvoirs lors des tours de table ultérieurs.

2.8.1. Le titre financier

Aux États-Unis, les SCR investissent généralement dans les jeunes entreprises en achetant des actions privilégiées convertibles (Denis 2004). La détention de ces actions donne au capital-risqueur un statut prioritaire en cas de liquidation; lui garantissant au moins de récupérer sa mise. La proportion importante d'actifs immatériels peut sembler compromettre cette récupération, cependant il n'en est rien du fait de l'intégration de clauses qui provisionnent les sommes exigibles (Dubocage et Rivaud-Danset 2006). Ces actions sont dites convertibles, car elles peuvent se transformer en actions ordinaires à condition que l'introduction en bourse assure au CR le retour sur investissement anticipé. (S. Kaplan et Stromberg 2000) rapportent que ces actions sont utilisées dans 204 des 213 tours de financement de leur échantillon.

2.8.2. Le contrat de gouvernance

Les clauses contenues dans le contrat abordent les problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral en structurant les investissements de manière à ce que (Denis 2004) :

- La partie qui finance soit en mesure de garder le contrôle;
- La partie qui finance soit en mesure de s'impliquer activement dans la gestion de l'entreprise;

- La partie qui finance puisse préserver la capacité de liquidité des investissements;
- L'entrepreneur bénéficie d'incitation appropriée pour maximiser la valeur de l'entreprise.

Les principaux engagements généralement inclus dans les contrats de CR comprennent :

2.8.2.1. Le financement échelonné

Les SCR ne fournissent pas directement tous les fonds dont une entreprise a besoin, mais elles procèdent plutôt par étapes (Denis 2004). Pour ce chercheur, cet échelonnement des fonds répond à deux objectifs :

- L'abandon du financement du projet en cas de mauvaises perspectives;
- La mise en place de l'échelonnement des fonds incite l'entrepreneur à se concentrer sur la réalisation des étapes nécessaires pour passer au cycle de financement suivant.

2.8.2.2. Le droit de premier refus

Ce droit permet au CR d'investir davantage si l'entreprise s'avère fructueuse (Denis 2004).

2.8.2.3. Les clauses anti-dilution

Ces clauses offrent une protection au CR contre les financements futurs ayant lieu à une valeur inférieure à celle du tour de financement protégé (Denis 2004). (S. Kaplan et Stromberg 2000) rapportent que cette clause est recensée dans 95% des financements de CR de leur échantillon.

Deux types de protection anti-dilution peuvent être recensés (S. Kaplan et Stromberg 2000); à cliquet complet - *dans laquelle le titre protégé obtient un droit à suffisamment d'actions ordinaires supplémentaires pour réduire effectivement le prix de l'émission protégée à celui de la nouvelle émission* - et à cliquet moyen pondéré - *ici la réduction du prix du titre protégé est fonction du nombre d'actions émises et du prix de conversion de la nouvelle émission* -.

2.8.2.4. Les droits de rachat

Selon (Denis 2004) ce type de droit est exercé dans les start-up en tant que substitut des droits de liquidation, lorsque celles-ci ne disposent pas d'actifs ou de ressources financières nécessaires pour cautionner les sommes exigibles lors de la liquidation. Le droit de rachat donne donc à la SCR le droit de revendre sa créance à l'entreprise après un certain temps.

2.8.2.5. Les droits de représentation au conseil d'administration

Les investisseurs en CR insistent sur la représentation au conseil d'administration afin de préserver le droit d'être activement impliqués dans la gestion et le contrôle de l'entreprise (Denis 2004).

Les conseils d'administration dans lesquels interviennent les SCR sont plus petits que ceux des entreprises publiques, ils comptent en moyenne 6 membres (S. Kaplan et Stromberg 2000).

2.8.2.6. Les droits de vote

Mesurent le pourcentage de voix dont disposent les investisseurs et les dirigeants pour influencer les décisions de l'entreprise (S. Kaplan et Stromberg 2000). Les droits de vote ainsi que les droits de représentation au conseil d'administration constituent ensemble une mesure des droits de contrôle (S. Kaplan et Stromberg 2000).

Dans les premiers tours de financement, les SCR contrôlent la majorité des votes dans 44% des cas, et 65% dans les tours ultérieurs (S. Kaplan et Stromberg 2000).

2.8.2.7. Les droits de trésorerie

Ce droit précise la fraction de la valeur des FP d'une société de portefeuille à laquelle différents investisseurs et dirigeants ont droit. La mesure de ce droit n'est cependant pas évidente. (S. Kaplan et Stromberg 2000) indiquent que le CR contrôle en moyenne la moitié des droits de trésorerie, le fondateur environ 30% et les autres environ 20%.

2.8.2.8. La clause de conversion automatique

Cette clause a pour effet d'inciter l'entrepreneur à maximiser la valeur de son entreprise (Denis 2004). Selon (S. Kaplan et Stromberg 2000), la disposition de conversion automatique a pour effet d'obliger la SCR - *sous certaines conditions telles qu'une première offre publique de vente à un prix qui dépasse un certain prix d'action ordinaire* - à renoncer aux droits supérieurs de contrôle, de liquidation associés à leur titre. Les SCR ne conservent que les droits liés à leur propriété d'actions ordinaires (S. Kaplan et Stromberg 2000).

2.8.2.9. La clause de non-concurrence

Le succès d'une start-up est aussi le résultat du talent de son capital humain, afin d'éviter une démission de celui-ci, les SCR incluent une clause de non-concurrence. Ici l'entrepreneur est obligé de signer un contrat qui lui interdit de travailler pour une autre entreprise du même secteur industriel en cas de départ. Il peut se voir imposer de recevoir ses parts au fur et à

mesure. Selon (S. Kaplan et Stromberg 2000), ces clauses de non-concurrence sont utilisées dans 70% des SCR.

(S. N. Kaplan et Stromberg 2001) ont constaté que les droits de vote, d'administration et de liquidation étaient contractés de telle sorte que si la start-up aurait de mauvais résultats, l'investisseur en CR prendrait le contrôle total de la société et que si l'entreprise améliorait ses résultats, la SCR réduirait sa participation. (Sahlman 1990) a noté qu'il serait insensé pour l'entrepreneur d'accepter ces conditions s'il n'était pas vraiment sûr de ses propres capacités et profondément engagé dans l'entreprise.

Bien que le contrat offre à une SCR une panoplie de mécanismes de protection contre l'opportunisme de l'entrepreneur, il présente quelques limites qui peuvent remettre en cause son utilisation dans notre cadre.

2.9. Limites des contrats dans la résolution des problèmes d'agence

(Arthurs et Busenitz 2003) indiquent une décroissance des problèmes d'agence après une mise en place des mécanismes de protection, toutefois ils n'excluent pas la survenance de points d'inflexion qui pourraient générer des incongruités d'objectifs entre les parties. Cet argument est conforme à celui de (C.Jensen et H.Meckling 1976) qui estiment que les coûts relatifs à la bonne exécution des contrats ne suppriment pas complètement les divergences entre les décisions de l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du mandant.

En outre, les mécanismes contractuels censés protéger le mandant d'un comportement opportuniste peuvent ici l'inciter à l'adopter, (J. M. Fried et Ganor 2006) indiquent que c'est le cas chez les SCR qui bénéficient d'actions privilégiées convertibles ainsi que d'un contrôle du conseil d'administration. Elles peuvent choisir des événements de liquidité immédiats (exemple : vente, dissolution, introduction en bourse) même si ces événements génèrent moins de valeur pour les actionnaires en tant que groupe que le maintien de l'indépendance de la start-up. (J. M. Fried et Ganor 2006) illustrent mathématiquement un tel opportunisme :

Une SCR dispose à la fois du contrôle du conseil d'administration et d'actions privilégiées convertibles (qui offrent une préférence de liquidation de 100\$) et qui détient 50% des actions de la start-up se voit proposer une vente à 110\$. Si la SCR accepte elle se voit offrir 55\$ ($110 \times 50\%$). Dans cette situation, elle préférera exercer sa préférence de liquidité plutôt que de se convertir et de recevoir 55\$. L'exercice de la préférence de liquidité aura pour conséquence de diminuer le revenu des actionnaires ordinaires à 10\$ au lieu de 55\$.

Ces arguments de (J. M. Fried et Ganor 2006) sont donc conformes à ceux de (Shane et Cable 2002) qui ont indiqué que l'excès d'optimisme de certains investisseurs nuit à l'efficacité de ces mécanismes.

L'incapacité des contrats à éliminer complètement les problèmes d'agence, révèle ici un autre problème, celui de leur incomplétude (Shane et Stuart 2002). Celle-ci se reflète dans les propos de (Osnabrugge 2000) pour qui les actifs non humains peuvent être sécurisés relativement facilement par des contrats simples, toutefois cela est plus compliqué pour les actifs humains dont le comportement n'est pas facilement prévisible. (Duffner 2003) indique qu'une conséquence de l'incomplétude des contrats est le hold up; qui décrit des situations où l'agent utilise systématiquement en sa faveur des lacunes des contrats incomplets en contraignant par exemple le mandant à renégocier un contrat après sa clôture.

Le coût des contrats, suggère par ailleurs un autre problème. (Ross 1973) indique que bien qu'il soit en principe possible de surveiller les actions de l'agent, il ne serait pas économiquement viable de le faire. Ici (Ross 1973) craint que la VA générée par les FP dans l'exploitation de l'opportunité d'investissement soit inférieure aux coûts d'agence engagés (Wirtz 2011).

Outre la nécessité d'un gain résultant de l'engagement des coûts liés à la bonne exécution des contrats, il existe des arguments contre la volonté d'un investisseur à surveiller (Duffner 2003) :

- L'argument du « *petit ticket* » fait référence au coût de la surveillance dans le cas où le montant investi est très faible;
- La difficulté d'assurer la surveillance dans les situations où la propriété est dispersée (cas de la syndication), ici chaque investisseur espère que les autres investisseurs effectueront la surveillance coûteuse.

Enfin, les contrats se révèlent être plus pertinents pour résoudre le problème d'agence (aléa moral) qui survient après l'obtention d'un financement (Duffner 2003); en effet l'établissement d'un contrat implique l'existence d'un accord de principe de la part d'une SCR pour financer une start-up. Par conséquent les contrats apparaissent comme étant moins pertinents pour résoudre le problème de l'adverse sélection qui concerne le préinvestissement.

La littérature sur l'adverse sélection suggère deux solutions pour ce problème (Stiglitz 2000; Nadeau 2010) :

- La signalisation par la partie informée (Start-up);
- La sélection par la partie non informée (SCR).

Nous suggérons que la diligence exercée par la SCR comme étant peu rationnelle (Chan et Park 2015) pour traiter le problème de l'adverse sélection, en raison du nombre important de propositions que reçoit une SCR qui limite donc sa capacité de sélection. Par ailleurs, des études suggèrent que les SCR ne comprennent pas réellement leur processus de prise de décision (A. L. Zacharakis et Meyer 1998), qu'elles recourent à des raccourcis heuristiques (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009; Franke et al. 2006) - *pour parvenir à une décision d'acceptation ou de refus en moins de 6 minutes* (J. Hall et Hofer 1993) - et à l'intuition dans leur prise de décision (Hisrich et Jankowicz 1990). Notre thèse se concentre donc sur la littérature qui s'intéresse à la signalisation par la partie informée.

Cette littérature a pour point de départ l'article fondateur de (M. Spence 1973) qui traite de l'adverse sélection sur le marché du travail, où l'employeur n'est pas sûr des capacités productives d'un individu au moment où il l'embauche. (M. Spence 1973) souligne qu'une réponse naturelle du marché du travail à l'anti sélection est un signal où la partie informée fournit un certain signal de haute qualité.

Dans le cadre de la relation SCR - start-up, le recours au signal comme mécanisme contre l'adverse sélection a reçu un large soutien; (Leland et Pyle 1977) estiment que pour que des projets de bonne qualité puissent être financés un transfert d'information doit avoir lieu. Ils postulent donc que la qualité des projets peut être transférée par les actions observables de l'entrepreneur. Dans la continuité de ces propos, (Kirmani et Rao 2000) indiquent que les situations de sélection défavorables peuvent être résolues par des signaux, qui démontrent des réalisations de haute qualité que les parties de faible qualité ne peuvent pas égaler pour des raisons de risque et de coût (Janney et Folta 2006). (Higgins et Gulati 2006) suggèrent que les signaux sont essentiels dans le cadre des jeunes entreprises, en particulier lorsque des mesures de qualité ne sont pas facilement disponibles. (Nofsinger et Wang 2011) estiment que face à la gravité de l'asymétrie d'information, il est primordial pour les entrepreneurs de signaler de manière crédible la valeur de leur projet. Dans leur modèle (Amit, Glosten, et Muller 1990) ont expérimenté la valeur du signal comme mécanisme contre l'incertitude ex ante des investisseurs en CR. Leurs résultats indiquent que le prix d'équilibre des entreprises vendues sans utiliser un signal sera toujours inférieur ou égal au prix des entreprises vendues aux investisseurs lorsqu'un signal est disponible.

Au-delà de la capacité du signal à opérer une distinction entre entreprises de haute qualité et celles de basse qualité, plusieurs études (Nadeau 2010; Hoenen et al. 2014; Hoenig et Henkel 2015; Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014; Islam, Fremeth, et Marcus 2018;) ont

démontré qu'il peut être un indicateur approprié pour la prise de décision d'investissement des SCR. La prochaine section traitera des déterminants d'une telle pertinence du signal.

Section 3 : La théorie de signal en tant que modératrice de la relation société de capital risque - start-up

Les propos développés précédemment indiquent que la théorie de signal peut constituer un cadre approprié pour la résolution du problème de l'adverse sélection, par conséquent elle peut agir comme une modératrice du financement d'une start-up par une SCR.

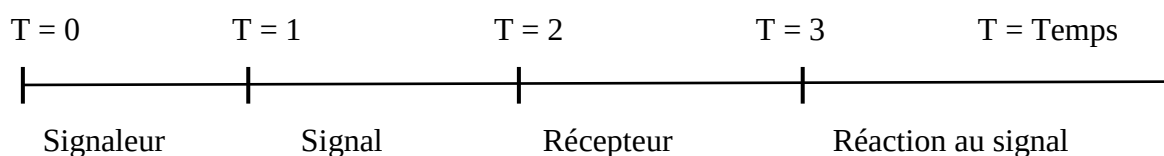
Cette section, en plus de mettre en évidence le cadre initial du développement de la théorie de signal et les multiplications des contextes de son application, abordera les concepts de base associés à la signalisation.

3.1. Concepts de base sur la signalisation

La signalisation implique la réunion d'un signaleur et d'un récepteur ainsi que du signal lui-même. Certaines situations peuvent impliquer plusieurs signaux, toutefois conformément à (Connelly et al. 2011) et afin de faciliter la compréhension, ces situations sont contournées ici.

La figure ci-dessous illustre l'environnement de la signalisation.

Figure N°6 : Les intervenants dans le cadre d'un processus de signalisation.



Source : Connelly, Brian L., S. Trevis Certo, R. Duane Ireland, et Christopher R. Reutzel. 2011. « Signaling Theory: A Review and Assessment ». *Journal of Management*. p.44.

S'inspirant du cadre développé par (Connelly et al. 2011) qui identifie quatre concepts clés de la théorie de signalisation, (Alsos et Ljunggren 2017, 570) ont défini la signalisation comme « un processus par lequel les signaux sont envoyés, reçus, interprétés et auxquels on répond ».

3.1.1. Le signaleur

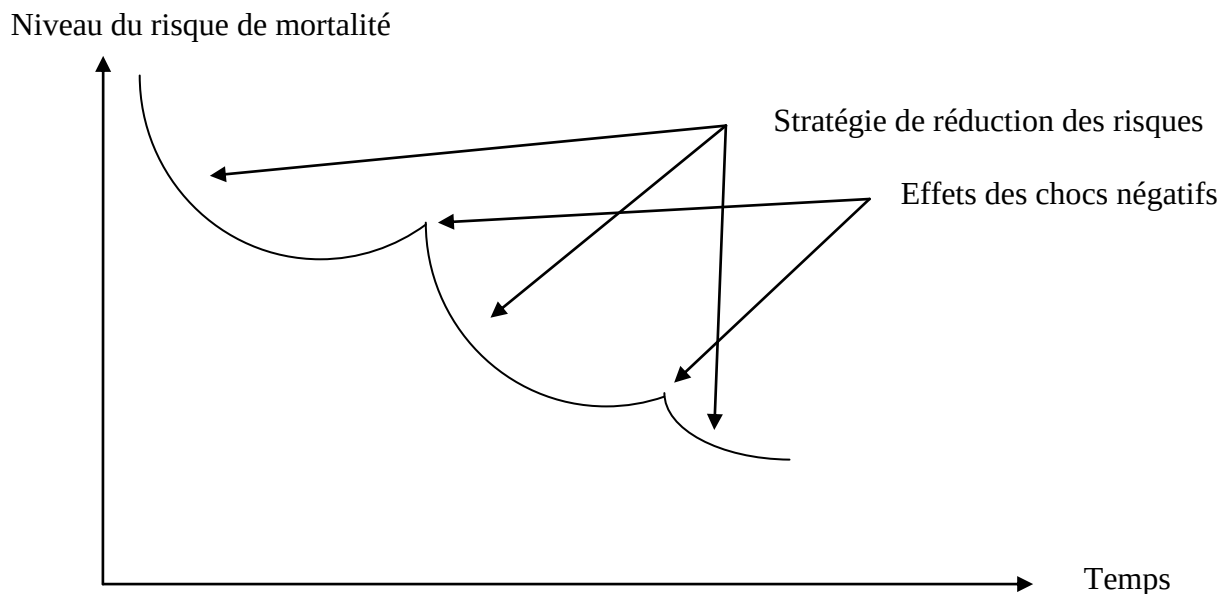
Selon la théorie de signal, les signaleurs sont des initiés (exemple : cadres ou dirigeants) qui obtiennent des informations sur une personne (M. Spence 1973), un produit (Kirmani et Rao 2000) ou une organisation qui ne sont pas accessibles aux étrangers. Il s'agit donc d'informations détenues par la partie la mieux informée sur les produits et services de l'organisation, sur les résultats des premières phases de R&D... (Connelly et al. 2011). Ces

informations peuvent être positives ou négatives. Ainsi un signaleur peut envoyer un large éventail de signaux sans même s'en rendre compte (M. Spence 2002), ces signaux peuvent communiquer des informations négatives sur le signaleur.

Notre thèse intègre donc l'émission de signaux négatifs, (Janney et Folta 2003) notent que ces signaux non intentionnels qui peuvent être potentiellement négatifs ont été relativement ignorés dans la littérature.

Afin d'illustrer les effets des signaux négatifs, nous pouvons faire l'analogie avec la courbe de (Shepherd, Douglas, et Shanley 2000) établie pour expliquer les effets de diverses stratégies sur la réduction du risque de mortalité inhérent aux nouvelles entreprises.

Figure N°7 : Application de la courbe de (Shepherd, Douglas, et Shanley 2000) au problème de l'asymétrie d'information.



Source : Shepherd, Dean A, Evan J Douglas, et Mark Shanley. 2000. « New Venture Survival: Ignorance, External Shocks, and Risk Reduction Strategies ». *Journal of Business Venturing* 15 (5). p.403.

Si nous considérons que les stratégies de réduction des risques représentent les signaux positifs et que les chocs représentent l'effet d'un signal négatif. Ainsi, une diminution de l'asymétrie de l'information devrait être constatée lors de l'émission d'un signal positif et l'effet inverse devrait être observé pour un signal négatif.

3.1.2. Le signal

Pour (Kirmani et Rao 2000) les signaux sont des actions que les parties prennent pour révéler leur véritable type (niveau de compétence). Le signal est donc un indicateur de quelque chose d'inobservable (Ciuchta et al. 2018). Dans leur étude, (Connelly et al. 2011)

suggèrent que ce « *quelque chose* » est généralement la qualité, qu'ils définissent comme la capacité sous-jacente non observable du signal à répondre aux besoins ou aux demandes d'une personne extérieure qui observe le signal. (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) considèrent le signal comme une nouvelle information qui peut modifier notre compréhension d'un état futur. (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) mettent l'accent dans leur définition sur l'observabilité d'un signal, exigence qui est reprise également dans la définition de (Spence 2002, 434) : « *les signaux sont comme des choses que l'on fait, qui sont visibles et qui sont en partie conçus pour communiquer* ». (M. Spence 1973) insiste sur le coût du signal : « *un signal implique une action coûteuse qui, en raison de son coût, ne sera probablement pas réalisée dans des contextes où l'entreprise est de faible qualité* ». Ces deux caractéristiques constituent des exigences de significativité des signaux (Connelly et al. 2011; Eddleston et al. 2016).

Conformément à ces propos, nous définissons un signal comme « *une action observable et coûteuse entreprise par une partie informée (start-up) à destination d'une partie non informée (SCR) afin de révéler sa qualité* ».

(Connelly et al. 2011) soulignent que les initiés pourraient inonder les outsiders d'actions observables, mais toutes ces actions ne sont pas utiles en tant que signaux. Ainsi, il existe deux caractéristiques principales des signaux efficaces.

3.1.2.1. L'observabilité du signal

Il s'agit de la mesure selon laquelle les personnes extérieures sont capables de remarquer le signal. Si les actions entreprises par les initiés ne sont pas facilement observées par les personnes extérieures, il est difficile d'utiliser les actions pour communiquer avec leur récepteur (Connelly et al. 2011). (Alsos et Ljunggren 2017) notent qu'une compétence précieuse de l'entrepreneur n'aura de valeur que si l'investisseur peut comprendre sa valeur.

3.1.2.2. Le coût du signal

Le coût du signal fait référence au coût du signal pour le signaleur. Les signaux coûteux sont considérés comme plus crédibles car ils sont moins susceptibles d'être falsifiés (C. Lee, Lee, et Pennings 2001). (Connelly et al. 2011) indiquent que le concept de coût est si central dans cette théorie que certains l'appellent « *théorie de signalisation coûteuse* ». Pour (Kirmani et Rao 2000), le montant du signal doit être assez élevé pour dissuader l'entreprise de faible qualité d'émettre un signal, mais assez bas pour le rendre attrayant pour l'entreprise de haute qualité.

Dans ce sens, (Connelly et al. 2011) suggèrent que les coûts de l'obtention de la certification ISO 9000 sont élevés parce que le processus prend du temps et que ces coûts rendent la tricherie ou la fausse signalisation difficile. Cependant cette certification est moins coûteuse pour un fabricant de haute qualité que pour un fabricant de basse qualité, car ce dernier serait obligé de mettre en œuvre beaucoup plus de changements pour obtenir la certification.

Tout au long de notre construction sur la signalisation, nous essayerons de mettre en évidence les deux exigences des signaux citées ci-dessus.

Les considérations de coûts associées au signal sont importantes. En effet, du fait de la divergence d'intérêts entre signaleur et récepteur, le premier pourrait être tenté de tromper le second au vu des bénéfices qu'ils pourraient en tirer, d'où l'importance d'un autre concept : l'honnêteté du signal.

3.1.2.3. L'honnêteté du signal

Il s'agit de la mesure selon laquelle le signal a réellement la qualité sous-jacente qui lui est associée (Connelly et al. 2011). Ce même auteur indique que des études utilisent des termes différents pour définir ce même concept. (B. D. Cohen et Dean 2005) parlent de l'authenticité du signal et (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) utilisent le terme véracité.

(Rao, Qu, et Ruekert 1999) indiquent que ceux qui tentent de faire un signal malhonnête subiraient des conséquences monétaires néfastes; pouvant aller de la simple sortie du marché à un bouche-à-oreille négatif.

Comme le signaleur recourt rarement à un seul signal pour signaler sa qualité, le concept de la cohérence du signal doit être mis en évidence.

3.1.2.4. La cohérence du signal

Il s'agit de l'accord entre plusieurs signaux provenant d'une même source (Connelly et al. 2011). En effet, des signaux contradictoires embrouillent le récepteur rendant la communication moins efficace.

3.1.2.5. L'équilibre de séparation

Une autre caractéristique peut être associée au signal, en effet puisque la signalisation examine la meilleure façon de discerner les différences de performance entre les entreprises ou autrement dit à séparer les entreprises de haute qualité des entreprises de basse qualité, un signal ne sera crédible que s'il produit un équilibre de séparation (Janney et Folta 2006).

Pour (Janney et Folta 2006), un équilibre de séparation est une situation où les entreprises de faible qualité trouvent plus coûteux ou risqué l'émission d'un signal que les entreprises de haute qualité. Pour (Stiglitz 2000) il s'agit d'un équilibre dans lequel les individus révèlent leur type par leur choix. L'équilibre de séparation fait donc référence à la crédibilité d'un signal pour distinguer entre deux entreprises.

L'équilibre de mise en commun est un autre équilibre qui a été mis en évidence dans la littérature, il révèle l'incrédibilité du signal ou comme défini par (Stiglitz 2000) un équilibre dans lequel le marché ne distingue aucune information.

La distinction entre ces deux équilibres nous offre ici une passerelle pour aborder les conclusions de (Kirmani et Rao 2000) qui illustrent un modèle révélateur de l'efficacité de la signalisation. Ces auteurs estiment que la signalisation est une stratégie viable lorsque deux conditions sont réunies :

- Pour les entreprises de haute qualité, les gains de la signalisation doivent l'emporter sur les gains de toute autre stratégie;
- Pour une entreprise de basse qualité, une stratégie sans signalisation offre un gain plus important que la signalisation.

Lorsque ces deux conditions sont réunies, il se produit un équilibre de séparation dans lequel les personnes extérieures sont en mesure de distinguer avec précision la qualité (Kirmani et Rao 2000).

(Kirmani et Rao 2000) soulignent que lorsque les deux types d'entreprises bénéficient d'un signal, il en résulte un équilibre de mise en commun où les personnes extérieures ne sont pas en mesure de faire la distinction entre les deux types d'entreprises.

3.1.3. Le récepteur

Les récepteurs sont des personnes extérieures qui manquent d'informations sur l'entreprise, mais qui souhaitent recevoir des informations (Connelly et al. 2011). Dans les études sur la finance entrepreneuriale, le récepteur est presque toujours un investisseur existant ou potentiel (Connelly et al. 2011). Dans notre étude, le récepteur est un investisseur potentiel (SCR).

(Connelly et al. 2011) indiquent que les récepteurs ont tout à gagner (soit directement soit de manière partagée avec le signaleur) à prendre des décisions basées sur les informations obtenues à partir des signaux. Par exemple, les actionnaires gagneraient à acheter des actions de sociétés qui signalent un avenir plus rentable. Les clients gagneraient à acheter des produits ou des services associés à des signaux de haute qualité.

3.1.4. La réaction au signal

Pour que la signalisation ait lieu, le signaleur doit bénéficier d'une action du récepteur que ce dernier n'aurait pas effectué autrement (Connelly et al. 2011). Par exemple, le récepteur peut faire un choix concernant l'embauche (M. Spence 1973), l'achat (Kirmani et Rao 2000) ou l'investissement. Dans notre cadre, la réaction au signal est la décision d'investissement.

Le processus conduisant à la réaction au signal implique auparavant l'interprétation du récepteur ou comme défini par (Connelly et al. 2011); processus de traduction des signaux au sens perçu.

3.1.5. L'environnement de signalisation

L'environnement de signalisation met en évidence l'influence du milieu sur l'observabilité du signal (Connelly et al. 2011). Un exemple d'une telle influence sera exposé à la fin de cette section (point 3.5), et sera expérimenté dans le cadre de cette thèse.

La lecture par Spence de "the market of lemons" de (Akerlof 1970) dans lequel elle a trouvé une analyse merveilleusement claire et plausible des caractéristiques de performance d'un marché avec informations incomplètes et asymétriques, l'a influencé à la recherche de ce qu'elle a fini par appeler des signaux (M. Spence 2002). Le prochain point exposera la théorie de signal telle que formulée par Spence en 1973.

3.2. Origine de la théorie de signal

Dans son article "*Job market signaling*" Spence a cherché à savoir comment la signalisation peut être pertinente pour un employeur pour distinguer la qualité et les compétences des divers prétendants à un emploi.

(M. Spence 1973) part de l'état selon lequel que sur la plupart des marchés du travail, l'employeur n'est pas sûr des capacités productives d'un individu au moment où il l'embauche. Elle indique aussi que cette information ne sera pas non plus mise à la disposition de l'employeur immédiatement après l'embauche. Ici donc conformément à l'exemple de (Akerlof 1970) sur l'acheteur, qui mettra un certain temps pour se faire une idée de la qualité d'une voiture, il y aura un décalage entre le recrutement et la révélation de la qualité de l'employé.

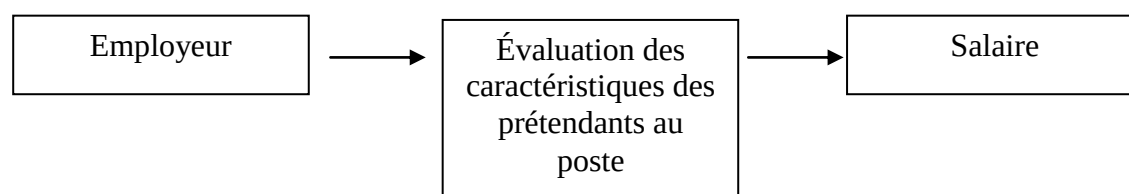
(M. Spence 1973) du fait de ce décalage qualifie l'embauche comme une décision d'investissement incertaine et la compare au jeu de la loterie où vous ne savez pas avant que cela ne se produise si vous avez fait le bon ou le mauvais investissement (Karasek et Bryant

2012). (M. Spence 1973) poursuit en indiquant que le salaire est la contribution marginale qu'un employeur paiera pour être représenté à cette loterie.

(M. Spence 1973) indique que c'est la façon dont un employeur perçoit les prétendants à l'embauche qui déterminera le salaire qu'il propose de payer et comme l'employeur ne peut pas observer directement la qualité des employés potentiels, c'est la pléthore de données personnelles (caractéristiques et attributs) qui détermine l'évaluation de la loterie ou décision d'embauche. Ces données comprennent ici l'éducation de l'individu, sa race, son sexe, et une foule d'autres données (M. Spence 1973).

La figure ci-dessous résume le processus conduisant à l'attribution d'un salaire et donc l'embauche conformément à (M. Spence 1973).

Figure N°8 : Processus conduisant à l'embauche d'un salarié.



Source : réalisée selon ma compréhension de l'article de (M. Spence 1973).

(M. Spence 1973) introduit une distinction entre les diverses données personnelles d'un employé potentiel. Elle distingue donc les signaux des indices comme l'âge⁷⁶ ou le sexe qui ne sont pas modifiables et qui constituent des attributs inaltérables contrairement aux signaux, qu'elle qualifie de caractéristiques observables attachées à l'individu et qui sont sujettes à la manipulation. Cette distinction suggère que les employés potentiels ne peuvent pas faire grand-chose pour les indices, toutefois pour les signaux, ils peuvent facilement décider d'y investir à la condition d'un rendement suffisant (différence entre le salaire offert et le coût de signalisation).

La décision d'investissement dans un signal telle que présentée ci-dessus paraît accessible à tout individu, elle ne remplit donc pas son rôle de sélection. Cependant (M. Spence 1973) y a incorporé une hypothèse en indiquant qu'un signal ne peut distinguer un candidat d'un autre que si les coûts du signal sont corrélés négativement avec la capacité productive. En effet, si un signal est trop productif par rapport au coût, tout le monde y investira massivement (Karasek et Bryant 2012) et celui-ci pourrait cesser d'avoir une fonction de signalisation (M. Spence 1973).

⁷⁶ Bien que l'âge soit un indice modifiable, Spence indique que sa modifiabilité est indépendante de la volonté d'un individu.

Ainsi ce modèle de (M. Spence 1973) met en évidence des employés potentiels dont les qualités sont incertaines et qui sont confrontés à un barème dont les arguments sont des signaux et des indices.

Lorsque Spence a écrit cet article, elle n'a probablement pas prévu les effets qu'il aurait sur d'autres types d'études qui vont au-delà du champ du recrutement (Karasek et Bryant 2012).

3.3. Multiplication des champs d'application de la théorie de signal

La multiplication du champ d'application de cette théorie est sûrement dû à la perspective unique, pratique et empiriquement vérifiable sur les problèmes de sélection sociale dans des conditions d'information imparfaite qu'offre la théorie de signal (Connelly et al. 2011). Cette théorie a révélé l'omniprésence de la signalisation dans notre vie quotidienne. (Karasek et Bryant 2012) indiquent que les gens y recourent dans leur façon de se tenir, d'interagir et de se parler. Les organisations y recourent aussi dans leurs publicités, leurs recrutements et leurs rapports annuels (Karasek et Bryant 2012).

Dans le domaine académique, le champ d'application de la théorie de signal n'a cessé de se développer dans des contextes qui vont au-delà du champ du recrutement pour toucher celui de la psychologie, l'anthropologie et même celui de la religion où cette théorie s'est avérée pertinente pour retracer l'évolution des religions (la théorie de signal est ici une lentille à travers laquelle nous pouvons discerner les pressions sélectives qui ont favorisé les pratiques religieuses dans la lignée humaine) (Karasek et Bryant 2012).

La gestion de crise, la zoologie et l'entrepreneuriat sont des autres directions où cette théorie s'est développée. Dans ce dernier contexte, la théorie a été utilisée pour examiner la valeur de signal des caractéristiques du conseil d'administration, des caractéristiques des équipes de direction, de la présence de capital-risqueur et d'investisseurs providentiels et de l'implication des fondateurs (Connelly et al. 2011).

(O. Colombo 2021) fractionne la littérature sur l'entrepreneuriat en quatre principaux sous domaines: financement participatif par FP, financement par le biais des investisseurs providentiels, financement par CR et financement par le biais d'une introduction en bourse.

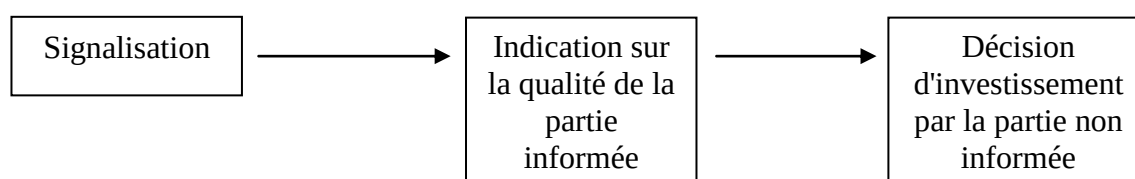
3.4. La signalisation dans le champ entrepreneurial

L'obtention de ressources externes est une question cruciale pour les nouvelles entreprises naissantes, car elles disposent rarement de ressources internes suffisantes pour financer leur activité de démarrage (Audretsch, Bönte, et Mahagaonkar 2012; Ko et McKelvie 2018; J. Zhang, Soh, et Wong 2010). Pour (Plummer, Allison, et Connelly 2016) ce sont ces

ressources externes qui déterminent quelles start-up prospèrent et lesquelles languissent. Ces ressources permettent à une start-up d'exploiter les opportunités identifiées et de se lancer dans le chemin de la croissance (Plummer, Allison, et Connelly 2016; O. Colombo 2021). Toutefois les efforts des entrepreneurs pour obtenir un financement externe échouent souvent en raison des asymétries d'informations entre eux et les investisseurs potentiels (O. Colombo 2021; Plummer, Allison, et Connelly 2016; L. Zhang, Guo, et Sun 2019) et en l'absence de signaux externes sur leur qualité (Lahr et Mina 2016). Face à ce problème, la littérature suggère que les investisseurs s'appuient sur des signaux qui peuvent les aider à mieux juger la qualité et la valeur future d'une entreprise (J. A. C. Baum et Silverman 2004; Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009; Nofsinger et Wang 2011; Mueller, Westhead, et Wright 2012; Eddleston et al. 2016; Ko et McKelvie 2018). (H. E. Aldrich et Fiol 1994) notent que la théorie de signal s'avère particulièrement appropriée pour expliquer le phénomène d'approvisionnement en ressources des nouvelles entreprises. En effet, les signaux démontrent à l'extérieur la qualité des stocks de ressources inobservables d'une entreprise et les capacités que les entreprises de moindre importance n'ont pas (Plummer, Allison, et Connelly 2016).

Ainsi dans le champ de l'entrepreneuriat, la signalisation offre à un investisseur une panoplie d'outils (signaux) qui lui permettront de prendre la meilleure décision possible. Dans ce cadre, elle permet également à une entreprise de haute qualité de se distinguer de ses pairs de moindre qualité. La figure ci-dessous résume nos propos.

Figure N°9 : Effet de la signalisation dans le champ entrepreneurial.



Source : construite d'après notre compréhension de nos lectures.

Toutefois, selon le récepteur les signaux susceptibles d'influencer la prise de décision peuvent varier (O. Colombo 2021). Ce point met en évidence les subtilités qui peuvent exister dans la signalisation à destination des quatre parties précédemment identifiées par (O. Colombo 2021).

3.4.1. La signalisation à destination des investisseurs en crowdfunding

La signalisation dans ce contexte s'est principalement intéressée à l'effet des signaux sur les investisseurs en financement participatif par FP (O. Colombo 2021). Dans ce type de

financement, les start-up ont accès à une foule d'investisseurs (généralement des particuliers non aguerris dans ce domaine) par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne. Ces investisseurs apportent chacun une petite fraction du capital nécessaire à une start-up.

Dans un tel environnement, (O. Colombo 2021) note que de multiples signaux rivalisent pour attirer l'attention des investisseurs. Ainsi, à côté de signaux assez communs (capital humain, capital social, créativité perçue d'un produit, expérience en matière de crowdfunding...), on retrouve des signaux spécifiques (O. Colombo 2021). Ces derniers sont basés sur la langue (langage à capital psychologique, style linguistique). (O. Colombo 2021) souligne que les chercheurs qui s'intéressent à ces signaux remettent en question les considérations de coûts que doit remplir un signal (M. Spence 2002).

3.4.2. La signalisation à destination des investisseurs providentiels

En raison du stade très précoce d'investissement des BA, la littérature empirique accorde une grande importance aux messages qui véhiculent la motivation, les capacités, les compétences et la personnalité lorsqu'elle étudie les signaux d'un entrepreneur dans le contexte des investisseurs providentiels (O. Colombo 2021). (Exemple : motivation et enthousiasme de l'entrepreneur à l'égard d'un produit ou de l'entreprise elle-même. Communication d'émotions positives par le biais d'expressions verbales ou corporelles). Les signaux utilisés ici sont donc basés sur des revendications subjectives et non vérifiables (Maxwell et Lévesque 2014).

3.4.3. La signalisation à destination des investisseurs en actions

Les capitaux levés ici permettent de favoriser la croissance, toutefois ce financement n'est accessible qu'à une petite fraction d'entreprises qui se trouvent à un stade établi de leur cycle de vie (Markova et Petkovska-Mircevska 2009).

Du fait des problèmes de comportement opportuniste, la crédibilité des signaux joue un rôle central dans l'obtention du financement à ce stade (B. D. Cohen et Dean 2005). Selon (O. Colombo 2021) plusieurs signaux sont pertinents à ce stade; tels que le capital humain de l'équipe de direction (B. D. Cohen et Dean 2005; Higgins et Gulati 2006), le statut du Président Directeur Général (PDG) en tant que fondateur (Certo et al. 2001), le prestige des cadres supérieurs (Certo 2003), la compétence technologique (Fisch 2019), les caractéristiques de la gouvernance d'entreprise (Certo 2003), l'âge de l'entreprise (Eddleston et al. 2016), le soutien du CR (Gulati et Higgins 2003), les capitaux propres conservés par les initiés (Levy et Lazarovich-Porat 1995; Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009).

(O. Colombo 2021) indique que d'autres signaux enracinés dans le pays ou l'environnement juridique sont importants tels que : le niveau de protection des investisseurs (Bell, Moore, et Filatotchev 2012), l'étendue de la liberté économique dans le pays d'origine (Bell, Moore, et Al-Shammari 2008).

Dans un tel stade de développement, les signaux spécifiques identifiés pour les investisseurs providentiels et le financement participatif se révèlent comme étant peu pertinents.

3.4.4. La signalisation à destination des sociétés en capital risque

(O. Colombo 2021) suggère qu'à ce niveau deux catégories de signaux se distinguent :

- **Les signaux d'informations** qui véhiculent la viabilité sous-jacente de l'entreprise tels que les indicateurs du capital humain (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007; Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012; Kotha et George 2012; Ko et McKelvie 2018;etc), le capital social (Shane et Stuart 2002; Shane et Cable 2002; D. H. Hsu 2007; Mueller, Westhead, et Wright 2012), les subventions gouvernementales (Josh Lerner 1999; Kleer 2008; Islam, Fremeth, et Marcus 2018), etc.
- **Les signaux interpersonnels** qui indiquent le style du comportement de l'entrepreneur et sa capacité à travailler et à collaborer avec les autres. Cette catégorie comprend la passion perçue (Chen, Yao, et Kotha 2009), la capacité de l'entrepreneur à être coaché (Ciuchta et al. 2018).

Cette classification de (O. Colombo 2021) suggère que les investisseurs en CR commencent à emprunter aux investisseurs providentiels des signaux qui ne répondent pas à la définition du signal donnée par (M. Spence 1973). L'émergence de ces signaux peut être considérée comme une réponse au besoin croissant de nouveaux indicateurs d'évaluation exprimé par des SCR qui investissent de plus en plus à des stades précoces du cycle de financement.

Dans cette thèse, il sera question de la signalisation à destination des SCR. Plusieurs arguments justifient ce choix :

- La littérature sur la signalisation en crowdfunding n'est qu'à ses débuts (Drover et al. 2017), en effet ce mode de financement est assez récent; sa réglementation aux États-Unis ne date que de 2012, en France il a fallu attendre 2014 et les discussions sur un éventuel encadrement juridique ne commencent qu'à émerger en Algérie.

- Dans le financement par investisseurs providentiels l'expérimentation empirique pose problème pour deux principales raisons; premièrement (Morrisette 2007) suggère que les informations sur les transactions de ces investisseurs sont rares et sont rarement rendues publiques, par ailleurs ces investisseurs ne sont connus que d'une poignée de personnes. Deuxièmement les arguments de (Osnabrugge 2000) font état d'une meilleure expérimentation de notre recherche dans le cadre des SCR⁷⁷ qui sont plus enclines à réduire les risques du préinvestissement que les investisseurs providentiels qui ont tendance à s'impliquer ex post.
- Le contexte de notre étude à savoir l'Algérie où peu de start-up ont atteint le stade de la croissance ne permet pas de tester les effets de la signalisation sur l'investissement par introduction en bourse.
- Enfin, la faible maturité des marchés de crowdfunding, des investisseurs providentiels et l'absence d'un compartiment réservé aux entreprises innovantes au niveau de la bourse d'Alger ne permettent pas d'envisager une étude sur les effets des signaux dans ces environnements.

Ainsi le CR reste la seule alternative viable dans notre contexte pour expérimenter les effets du signal sur l'obtention du financement. En effet, celui-ci s'est développé suite à un engouement politique de la part du président actuel qui cherche à imprégner une dynamique basée sur l'innovation et l'économie de la connaissance. À cet effet, un véritable start-up Act a été initié et a abouti à l'émergence d'un cadre réglementaire, d'un label et d'un fonds de CR.

Ces propos font état d'un développement récent du CR en Algérie, ce qui nous pousse à introduire une condition concernant l'effet du signal sur le financement.

3.5. L'influence de la maturité du marché du capital risque sur l'effet de la signalisation

La signalisation à destination d'un récepteur ne peut être déconnectée de l'environnement dans lequel elle se produit, tel a été l'argument avancé par (Connelly et al. 2011) qui tablent sur l'influence de l'environnement sur l'observabilité du signal.

Dans leur étude (Manigart et al. 2000) qui a examiné les déterminants de la prise de décision des SCR dans cinq pays, ces chercheurs ont montré que la France, la Belgique et les Pays-Bas dont les marchés de CR sont relativement jeunes par rapport à ceux du Royaume-Uni et des États-Unis sont plus orientés vers les indicateurs financiers. Une telle orientation

⁷⁷ L'argument ici est que les SCR sont plus adaptées pour l'expérimentation des effets de la signalisation sur le problème de l'adverse sélection.

est expliquée par (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) par l'influence de la formation financière ou bancaire des investisseurs.

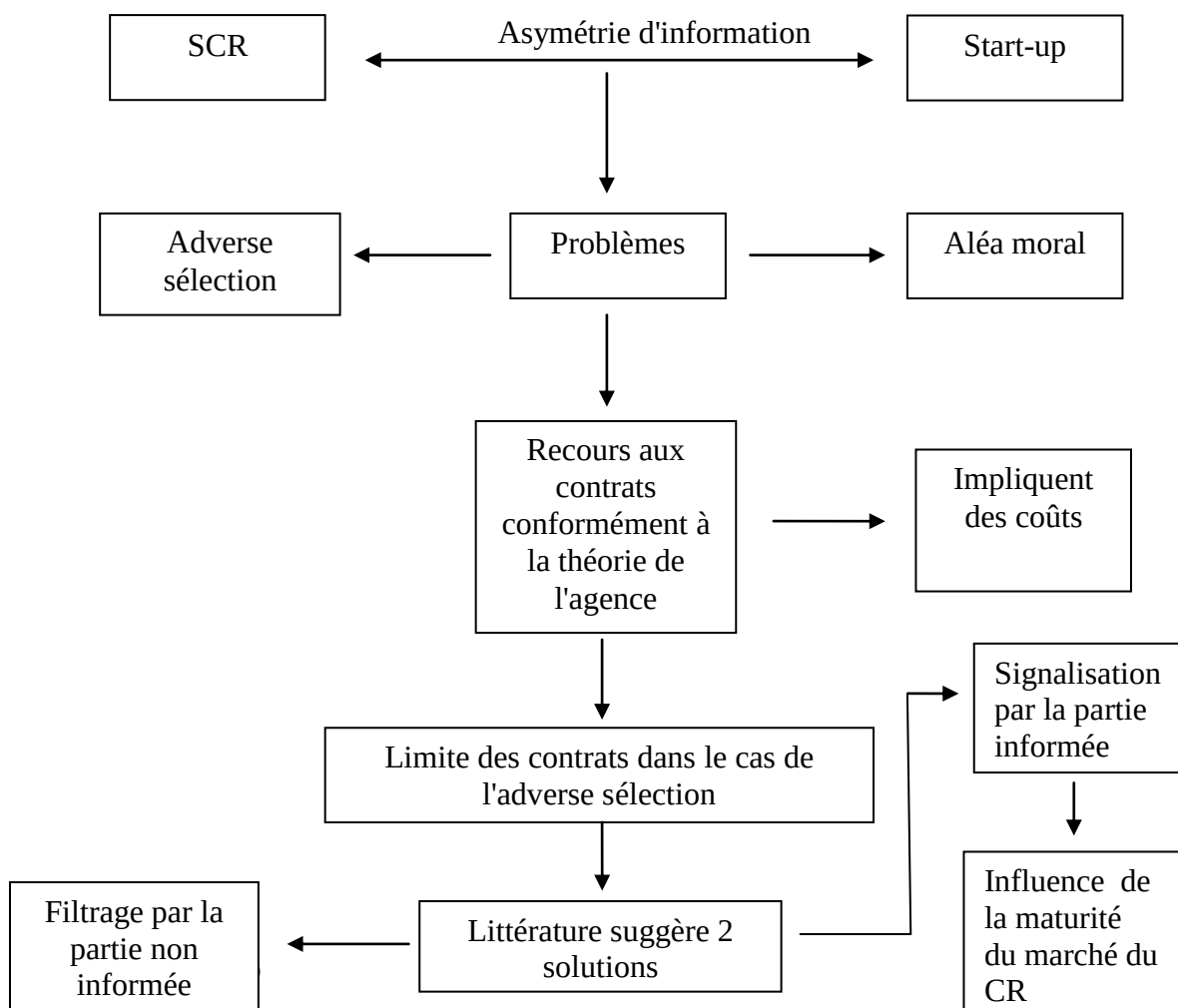
Dans le même ordre d'idées que (Manigart et al. 2000), il se peut que l'effet des signaux émis par l'entrepreneur sur la prise de décision puisse varier d'un pays à l'autre en fonction de la maturité du marché de CR. Ainsi, conformément à ces chercheurs nous suggérons que dans les marchés de CR peu matures, la prise de décision des SCR va s'appuyer sur des informations financières en raison de l'influence de la formation financière et bancaire des gestionnaires de fonds de CR.

À cet effet, nous nous attendons dans notre contexte d'étude (Algérie) à ce que les signaux ne soient pas pertinents et qu'ils aient peu d'effets sur l'obtention d'un financement. Pour ce dernier, les projections financières contenues dans le plan d'affaire devraient avoir des effets plus significatifs.

Du fait de ces considérations, nous proposons une reformulation à la définition donnée au signal : ainsi le signal est « *une action observable et coûteuse entreprise par une partie informée (start-up) à destination d'une partie non informée (SCR) afin de révéler sa qualité et dont l'effet est susceptible d'être influencé par l'environnement* ».

La figure ci-dessous résume la démarche suivie tout au long de ce chapitre.

Figure N°10 : Raisonnement poursuivi tout au long de ce chapitre.



Source : réalisée par nous-mêmes d'après les compréhensions résultantes de nos lectures.

Conclusion du chapitre

La relation SCR - Start-up a été opérationnalisée grâce à diverses approches théoriques. Si l'analyse néoclassique est la plus éloignée du cadre réel d'interaction entre ces deux parties, la rupture qu'ont su imprégner divers auteurs concernant la perfection de l'information a permis l'émergence de nouvelles perspectives (théories des droits de propriété, de l'agence, des coûts de transaction et des contrats) qui ont permis de raccourcir la frontière entre la théorie et le réel.

Bien qu'elle ait fait l'objet de vives critiques concernant son application au cadre SCR - start-up (Landstrom 1993; Panda 2018), la perspective de l'agence (C.Jensen et H.Meckling 1976) constitue à notre égard la meilleure théorie pour le cadre susmentionné.

La théorie de l'agence est centrée sur le contrat et le considère comme la solution aux problèmes résultants de la délégation à savoir l'adverse sélection et l'aléa moral. Dans notre cadre cette délégation concerne la gestion d'une partie des fonds d'une SCR par une start-up. Le processus conduisant à ce financement implique une sélection initiale durant laquelle la SCR doit distinguer la qualité parmi une foule de start-up prétendant au financement. Le processus post investissement n'est lui aussi pas exempté du problème d'agence dans le sens où la start-up peut adopter un comportement de maximisation d'utilité.

La théorie de l'agence apparaît donc comme une perspective pertinente pour mettre en évidence les problèmes intervenant dans le cadre du financement des start-up. Toutefois la solution qu'elle apporte au problème de la délégation - *le contrôle par le contrat* - ne s'avère pertinente que pour le problème de l'aléa moral.

Le succès de la théorie de l'agence vient du fait d'associer au contrat le principe explicatif de toute interaction, c'est aussi sa principale limite (Dubocage 2016). Cette théorie tend à ignorer le rôle que peut jouer la confiance et l'expérience résultant d'un entrepreneuriat répété dans l'accès au financement par CR (Dubocage 2016).

Si dans la théorie de l'agence des variables cognitives (réputation, compétence) sont considérées comme un phénomène économique (Dubocage 2016), la théorie de signal (M. Spence 1973) tend à les considérer comme indicatrices de la qualité inobservable d'une start-up. C'est grâce à cela donc que cette théorie a constitué une alternative viable au contrat dans la résolution du problème de l'adverse sélection.

Au-delà de permettre à des start-up de signaler leur qualité, la perspective de signal est apparue comme étant très pertinente pour faciliter l'obtention d'un financement et ceux auprès de divers types d'investisseurs (O. Colombo 2021). Toutefois, comme le signal ne peut être

isolé de l'environnement où il est émis, nous supposons une association négative entre l'immaturité du marché de CR et la signalisation.

Ainsi nous attendons à ce que dans des pays comme l'Algérie où l'industrie du CR est peu mature à ce que les projections financières constituent l'essentiel du mécanisme de prise de décision des SCR.

Les prochains chapitres mettront en évidence les variations qui sont susceptibles d'exister dans le processus de prise de décision des SCR du fait de l'influence de la maturité du marché.

Chapitre 4 :

La maturité du marché de capital risque en tant que modératrice de la prise de décision des sociétés de capital risque

« Dans le monde des affaires le miroir arrière est hélas toujours plus clair que le pare-brise »

Warren Buffett

Introduction au chapitre

Depuis ses premiers développements aux États-Unis en 1946 (Kortum et Lerner 2000; P. Gompers et Lerner 2001; A. L. Zacharakis, McMullen, et Shepherd 2007), l'industrie du CR bien que toujours prédominante dans ce pays⁷⁸ n'a cessé de s'élargir au reste du monde. (Drover et al. 2017) soulignent à cet égard que l'internationalisation croissante des activités d'investissements en CR est une tendance majeure.

Ce phénomène d'internationalisation de l'industrie du CR implique toutefois l'apparition d'une variation dans les critères de prise de décision des SCR. En effet, l'examen de la littérature universitaire révèle la montée d'un corpus de recherche traitant de ces questions et dont les premiers développements remontent à la fin des années 1990 (Montchaud 2014).

Les effets de l'internationalisation du CR sur la prise de décision ont été traités dans le cadre de ce corpus de recherche selon quatre principaux axes à savoir :

- L'impact de l'absence d'institutions formelles dans les pays en développement sur les critères de prise de décision des SCR;
- L'effet du contexte économique où l'industrie du CR est implantée sur la prise de décision des SCR;
- L'influence de l'expérience des SCR sur leur prise de décision d'investissement;
- L'influence de la maturité du marché du CR sur la prise de décision d'investissement.

Ce dernier axe de recherche apparaît comme étant le moins développé, en effet à notre connaissance il n'y a que les articles de (Manigart et al. 2000) et (Silva 2004) qui ont abordé cette question.

En dehors de la présentation du corpus de recherche initié par l'internationalisation du CR, ce chapitre se concentre particulièrement sur l'examen des implications des recherches menées en matière de l'influence de la maturité du marché du CR sur la prise de décision d'investissement.

⁷⁸ Un rapport de KPMG datant du quatrième semestre de 2018 souligne que l'Amérique représente 64% de l'industrie du CR mondiale suivi par l'Europe avec 22% et l'Asie avec 14%.

Section 1 : Une revue de la littérature sur l'effet de l'internationalisation de l'activité du capital risque sur la prise de décision de financement

À notre connaissance l'article de (Karsai, Wright, et Filatotchev 1997) fut le premier à avoir traité des effets sur la prise de décision de l'internationalisation de l'activité du CR et plus particulièrement de l'effet du contexte économique où l'industrie du CR est implantée sur la prise de décision d'investissement. Toutefois comme indiqué précédemment la recherche sur les effets de l'internationalisation sur la prise de décision d'investissement s'est développée selon quatre axes que nous présenterons ci-dessous.

1.1. L'impact de l'absence d'institutions formelles dans les pays en développement sur la prise de décision des sociétés de capital risque

Pour (Peng et Heath 1996) l'absence d'institutions formelles fait référence aux coûts bureaucratiques et de traitement de l'information croissants générés par des marchés financiers non développés ou inefficaces, d'un système juridique inapproprié et de l'absence d'une structure politique stable en termes de systèmes réglementaires transparents.

Dans leur article (Scheela et Dinh 2004) se sont intéressés à l'impact du manque d'institutions pleinement développées sur le développement de l'industrie du CR au Vietnam. Les résultats d'entretiens qualitatifs menés avec cinq SCR ont indiqué qu'une stratégie opérationnelle s'est développée dans le cadre de laquelle les investisseurs en CR ont adopté des rôles internes - *travaillent en étroite collaboration avec la direction de la société de portefeuille sur les questions financières et stratégiques* - et externes - *travaillent avec les représentants du gouvernement pour élaborer une stratégie de sortie viable* - importants pour améliorer la performance des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ainsi contrairement aux SCR aux États-Unis, celles opérant au Vietnam doivent à la fois s'appuyer sur les réseaux et surveiller de plus près les entreprises de leur portefeuille.

Cette conclusion est conforme aux propos de (Peng et Heath 1996) qui ont suggéré que pour faire face aux coûts croissants résultant de l'absence d'institutions formelles, le réseautage devrait être considéré comme un outil de gestion de plus en plus important pour améliorer l'efficacité.

Dans une étude ultérieure menée par (A. L. Zacharakis, McMullen, et Shepherd 2007), l'influence des institutions économiques sur les politiques de décision des SCR a été examinée dans trois pays représentant des contextes économiques distincts à savoir : (États-Unis :

économie de marché mature, Corée du Sud : économie émergente⁷⁹, Chine : économie en transition⁸⁰). Les résultats de cette étude ont montré que dans les économies fortement réglementées comme les États-Unis, les SCR s'appuient fortement sur un ou plusieurs facteurs de marché (taille, croissance, nombre et force des concurrents...). Pour les économies émergentes et en transition, les facteurs liés au capital humain (leadership, connaissance du marché, expérience de création...) se sont révélés être plus saillants en termes d'effet sur la prise de décision des SCR.

Les résultats de ces deux études montrent clairement que les institutions économiques influencent la mesure dans laquelle les SCR s'appuient sur différents types d'informations.

1.2. L'effet du contexte économique où l'industrie du capital risque est implantée sur la prise de décision des sociétés de capital risque

Par l'effet du contexte économique, nous voulons illustrer l'influence d'une économie en développement (économie en transition ou économie émergente) sur la prise de décision des SCR. Les investisseurs en CR comptent sur un régime institutionnel stable, avec un état de droit et un régime d'application prévisible pour faciliter et protéger leurs investissements (Cardis et al. 2001; Montchaud 2014). Outre la stabilité juridique, les investisseurs en CR recherchent des environnements dotés de marchés efficaces pour le contrôle des entreprises et qui permettent facilement de sortir des entreprises, ainsi que des systèmes où la corruption est minimale (Wright 1998). De telles conditions sont inconnues dans les économies émergentes, dans ces économies les entreprises en démarrage partagent la responsabilité de la nouveauté que toutes les nouvelles entreprises ont (Stinchcombe 1965), mais elles ont le risque supplémentaire d'être domiciliées dans des environnements imprévisibles et volatiles (Ahlstrom et Bruton 2006).

(Lockett et al. 2002; Ahlstrom et Bruton 2006; Scheela et al. 2015) constatent que la littérature académique fournit peu de réponses sur la manière dont les investisseurs en CR gèrent leurs investissements dans ces conditions aussi instables. (Ahlstrom et Bruton 2006) suggèrent conformément à (Scheela et Dinh 2004) que les connexions de réseau peuvent aider les investisseurs en CR à naviguer dans ces environnements difficiles, car ils se substituent en partie aux institutions formelles. Les résultats des entretiens approfondis menés par (Ahlstrom et Bruton 2006) avec 60 gestionnaires de fonds de CR en Asie montrent que les réseaux

⁷⁹ D'après (Hoskisson et al. 2000) une économie émergente est un pays à faibles revenus et à croissance rapide qui utilise la libéralisation économique comme principal moteur de la croissance.

⁸⁰ Une économie en transition est un pays qui passe d'une économie socialiste à une économie capitaliste (Hoskisson et al. 2000).

jouent un rôle crucial dans les stades de sélection, structuration et suivi, mais aussi dans la participation active de la SCR - *utilisation des réseaux pour pousser l'entreprise financée dans la direction souhaitée* - et dans la sélection des voies de désinvestissement. Ces résultats sont similaires avec ceux de (Hassan 2010) qui a confirmé le rôle important des contacts (appartenir au réseau de la SCR) dans l'obtention d'un financement par CR en Egypte. En plus de la nécessité de s'appuyer sur les réseaux, le travail de synthèse de (Scheela et al. 2015) sur les stratégies utilisées par les investisseurs en CR lorsqu'ils investissent dans le contexte des économies émergentes leur a permis de formuler une stratégie d'investissement pour ces investisseurs qui est basée sur un important travail en réseau, une diligence raisonnable approfondie et un suivi pratique après investissement.

Outre une plus grande focalisation sur les réseaux dans les économies émergentes et en transition, (Karsai, Wright, et Filatotchev 1997) estiment que dans ces économies l'absence de marchés développés pour les actifs des entreprises, l'absence d'archives historiques d'entreprises opérant dans un environnement de marché peuvent poser des problèmes pour l'évaluation des entreprises et plus particulièrement pour l'utilisation des méthodes d'évaluations basées sur les flux de trésoreries actualisés ou les bénéfices anticipés. Les conclusions des entretiens qu'ils ont menés avec neuf SCR hongroises révèlent des résultats à l'encontre de cette suggestion puisque la technique ayant obtenu le meilleur score global est l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cette conclusion concorde avec celle de l'étude de (Lockett et al. 2002) menée auprès d'investisseurs en CR de quatre pays (États-Unis, Inde, Singapour, Hong-Kong). Toutefois, cette étude de (Lockett et al. 2002) a montré des différences significatives entre les quatre pays dans l'utilisation des informations comptables provenant des plans d'affaires, ce qui confirme l'argument sous-jacent selon lequel dans les pays en développement, les SCR peuvent donner moins d'importance aux données comptables et financières en raison d'un moindre développement des normes comptables et financières. Ce même argument⁸¹ fut formulé et confirmé par l'étude de (Wright, Lockett, et Pruthi 2002) sur 31 investisseurs en CR en Inde. Cependant les conclusions de l'étude de (Scheela et al. 2015) suggèrent que l'information financière ne devrait pas être importante dans les marchés émergents pour un tout autre motif à savoir, le manque de transparence des entrepreneurs sur ce volet. Pour (Lockett et al. 2002), ces résultats suggèrent que la science de l'évaluation des entreprises est plus facilement transférable, en revanche les sources d'informations auxquelles

⁸¹ Cet argument n'a toutefois pas reçu un soutien unanime puisqu'il a été contesté dans l'étude de (Jeng et Wells 2000) qui ont indiqué que les normes comptables sont négativement corrélées avec le niveau de CR dans un pays.

les SCR peuvent faire confiance ne se transmettent pas si facilement d'un pays à l'autre. Cette suggestion de (Lockett et al. 2002) peut être enrichie par le constat de (Klonowski 2005) qui indique que le développement de l'industrie du CR en Pologne a suivi un cycle normal d'expansion et de ralentissement similaire à celui observé dans des économies plus matures.

Si les recherches de (Karsai, Wright, et Filatotchev 1997) et (Lockett et al. 2002) indiquent des similitudes entre les différents contextes économiques en matière de techniques d'évaluation utilisées, l'étude de (Bliss 1999) ne révèle aucune cohésion dans le modèle de prise de décision en matière de CR entre économies en transition (Pologne) et les recherches précédentes menées dans des économies matures. Ainsi en Pologne, l'absence d'antécédents et d'expérience du secteur privé chez les entrepreneurs oblige les SCR à recourir à des méthodes alternatives d'évaluation des capacités de gestion. Par ailleurs, l'inflation et les taxes qui caractérisent cette économie obligent les SCR à inclure ces deux indicateurs dans leur analyse des prévisions financières et dans le calcul des taux de rendement potentiels. Enfin, l'absence de marchés de capitaux sophistiqués fait que les introductions en bourse ne constituent pas une option viable en Pologne. Ces résultats de (Bliss 1999) contrastent fortement avec ceux de (Narayanasamy, Hashemoghli, et Mohd-Rashid 2011) qui ont indiqué que le processus de prise de décision des SCR Malaisiennes présente une similitude avec celui décrit dans des études portant sur l'économie mature des États-Unis. Les tests de similarité ont porté sur trois principaux critères d'investissement (concept, gestion, leadership). Ainsi les SCR Malaisiennes considèrent l'intégrité de la gestion des entreprises investies, le leadership, l'opportunité de sortie planifiée et le rendement élevé comme les critères les plus cruciaux dans leur processus décisionnel.

À l'exception donc des résultats de l'étude de (Narayanasamy, Hashemoghli, et Mohd-Rashid 2011), il semblerait que le constat de (Bruton et Rubanik 2002) selon lequel les résultats des recherches menées dans des environnements stables ne devraient pas être généralisés aux économies en transition soit vrai.

1.3. L'influence de l'expérience des sociétés de capital risque sur leur prise de décision

L'argument ici est que l'internationalisation de l'activité de CR conduit à l'apparition de deux types de SCR, d'un côté les expérimentées originaires des pays où l'industrie du CR a atteint une certaine maturité, et de l'autre les non expérimentées qui appartiennent à des industries de CR nouvellement établies.

À notre connaissance, aucune étude n'a abordé la question de l'expérience de la SCR dans le cadre de ce courant, les études ont eu généralement tendance à examiner les effets de

l'expérience sur la prise de décision des SCR dans le cadre de marché économique mature. Par exemple (P. Gompers et al. 2008) a indiqué que les capitaux-risqueurs expérimentés interprètent mieux les signaux émanant de la bourse. (P. Gompers et al. 2008) illustrent une situation où l'activité boursière augmente et montrent que les capitaux-risqueurs expérimentés étaient les plus susceptibles à réagir favorablement à cette situation puisqu'ils réussissent à augmenter leur activité 16% plus favorablement que des SCR inexpérimentées.

Si l'expérience permet une meilleure interprétation des signaux émanant de la bourse, elle peut également avoir un effet sur l'évaluation des SCR. (Franke et al. 2008) révèlent des différences significatives entre les préférences des SCR novices et des SCR expérimentées en matière d'évaluation d'équipe de démarrage. Les novices mettent l'accent sur des caractéristiques tangibles de l'équipe telle que l'éducation alors que les SCR expérimentées s'intéressent plus à la cohésion de l'équipe. Ces résultats de (Franke et al. 2008) sont conformes à ceux de (J. H. Block et al. 2014) qui indiquent que les SCR expérimentées sont associées à des évaluations plus élevées des start-up, ce qui suggère que l'expérience conduit à une plus grande capacité à obtenir et à sélectionner des start-up prometteuses.

Si ces études indiquent qu'une expérience plus importante permet une meilleure prise de décision en matière de CR, d'autres études sont plus sceptiques à cet égard. Dans leur étude (Narayanasamy, Hashemoghli, et Mohd-Rashid 2011) indiquent que l'expérience ne joue aucun rôle important dans la prise de décision des SCR Malaisiennes. Un constat similaire ressort de l'étude de (Lockett et al. 2002) puisqu'ils constatent que le nombre d'années d'expérience n'a pas d'impact sur l'importance accordée à certaines sources d'informations. Plus récemment (Ismail et Medhat 2019) ne trouvent aucun effet modérateur de l'expérience du secteur du CR sur la décision de financement.

Une explication à ces résultats mitigés se trouve dans l'article de (Shepherd, Zacharakis, et Baron 2003). Ces auteurs ont comparé le processus décisionnel des SCR selon la variabilité de leur expérience. Leurs résultats ont indiqué qu'une meilleure expérience des SCR ne se traduit pas toujours par de meilleures décisions. Les auteurs montrent une relation curviligne entre l'expérience de CR et l'efficacité de leur processus décisionnel. Ainsi après 14 ans d'expérience, les SCR ont tendance à s'appuyer sur le traitement automatique de l'information. Ce constat a poussé ces auteurs à indiquer que les SCR inexpérimentées et très expérimentées semblent prendre des décisions de manière moins fiable que les SCR modérément expérimentées (moins de 14 ans d'expérience).

1.4. L'influence de la maturité du marché de capital risque sur la prise de décision des sociétés de capital risque

Une autre implication de l'internationalisation des SCR concerne l'apparition de marchés de CR peu matures. Des variabilités du processus décisionnel des SCR peuvent survenir dans le cadre de ces marchés par rapport au processus de décision appliqué dans le cadre de marchés de CR matures.

Ici encore la littérature qui s'est intéressée à l'influence de cette dimension est peu développée. (Silva 2004) a noté que malgré le nombre important de recherches dans le domaine de la prise de décision par CR, la dimension de la maturité du marché des actions n'a pas encore été considérée comme un facteur important afin de mieux comprendre comment les SCR sélectionnent les projets en phase de démarrage. À notre connaissance il n'y a que les études de (Manigart et al. 2000) et de (Silva 2004) qui ont examiné l'influence de la maturité du marché de CR.

Dans leur étude multi pays (Manigart et al. 2000) ont testé empiriquement une proposition formulée par (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) qui suggère une variabilité de l'importance accordée à l'information selon la maturité du marché. Ainsi (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) s'attendaient à ce que le rôle de l'information financière dans l'évaluation des SCR soit prédominant dans le cadre de marchés de CR jeune en raison de l'influence de la formation financière et bancaire des investisseurs en CR. Cette proposition suggère que les pays à industries de CR développées mettent l'accent sur les informations relatives à l'entrepreneur et à l'équipe de direction et sur les informations relatives au marché et aux produits. À contrario, dans les pays où le marché du CR est jeune, une plus grande importance sera accordée aux informations financières dans l'examen des propositions de financement des start-up. Les résultats de l'étude de (Manigart et al. 2000) ont confirmé la proposition de (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996). Ainsi dans les pays européens où l'industrie du CR est relativement jeune, les informations comptables (rapport d'audit qualifié, projection de gestion à long terme, contrôle préalable des experts externes) sont nettement plus utilisées.

Les résultats obtenus par (Manigart et al. 2000) sont à l'opposé de ceux obtenus par (Silva 2004) qui a examiné l'effet que peut avoir la maturité du marché des actions sur la façon dont une SCR portugaise sélectionne les entreprises en phase de démarrage. L'étude révèle que les critères de décision appliqués au sein de cette SCR sont similaires à ceux indiqués dans le cadre de SCR appartenant à des marchés plus matures, dans le sens où l'attention de la SCR était centrée sur les entrepreneurs, l'idée d'entreprise, son potentiel de croissance. Par ailleurs,

contrairement à (Manigart et al. 2000), les projections financières n'étaient pas considérées comme essentielles pour l'examen des propositions en phase initiale. Du fait de leur faible fiabilité, ces projections étaient utilisées uniquement pour estimer le seuil de rentabilité de l'entreprise analysée.

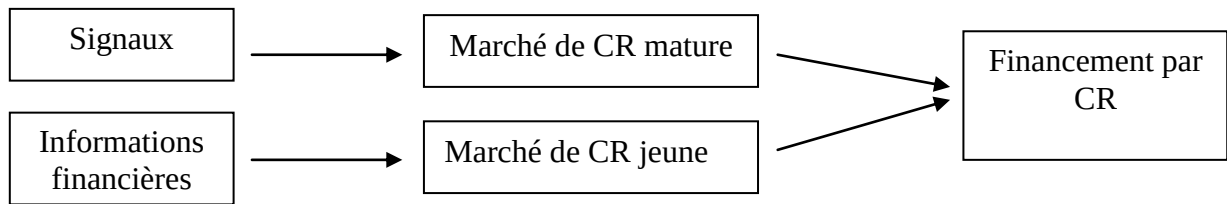
Les conclusions de (Silva 2004) concernant l'importance des données financières apparaissent plus cohérentes avec les résultats antérieurs obtenus par des chercheurs qui ont examiné l'effet du contexte économique sur la prise de décision des SCR. Les études de (Lockett et al. 2002) et (Wright, Lockett, et Pruthi 2002) ont montré que les SCR appartenant à des économies émergentes ou en transition accordent peu d'importance aux données comptables et financières en raison d'un moindre développement des normes comptables et financières.

L'examen de l'effet de la maturité du marché du CR sur la prise de décision des SCR montre des résultats mitigés. Ainsi si (Manigart et al. 2000) indiquent une variabilité de la prise de décision des SCR du fait de la maturité du marché, (Silva 2004) de son côté indique un processus décisionnel similaire entre marché jeune (Portugal) et marché mature. Par ailleurs bien que (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) aient justifié l'influence des informations comptables sur la prise de décision dans les marchés de CR jeunes par la formation financière et bancaire des investisseurs en CR, les conclusions de (Knockaert, Clarysse, et Wright 2010) semblent remettre en cause cet argument puisqu'ils ont indiqué que les gestionnaires d'investissement qui ont travaillé dans des environnements financiers ont tendance à trouver que les caractéristiques humaines sont plus importantes. Ces résultats mitigés renforcent l'intérêt de l'examen de l'effet que peut avoir un marché de CR jeune sur la prise de décision des SCR.

Dans notre thèse nous adoptons le point de vue de (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) et (Manigart et al. 2000) en considérant que dans le cadre de l'Algérie où l'industrie du CR est relativement jeune, les données financières indiquées dans le plan d'affaire devraient jouer un rôle prédominant pour l'obtention d'un financement par CR. Par conséquent, une moindre importance devrait être accordée aux signaux émis par les entrepreneurs.

La figure ci-dessous montre l'influence que devrait exercer la maturité du marché de CR sur la prise de décision des SCR.

Figure N°11 : La maturité du marché de CR en tant que modératrice de la prise de décision des SCR.



Source : établie par nous même d'après les développements de (Manigart et al. 2000).

Puisque nous supposons que l'information financière devrait jouer un rôle prédominant sur le financement par CR dans le cadre de marché de CR jeune, il s'avère primordial d'examiner dans le cadre de la prochaine section la littérature abordant l'importance et les types d'informations financières qui devraient avoir un effet sur l'évaluation des SCR. Par ailleurs, cet examen permettra de répondre au paradoxe qui suggère intuitivement que l'information financière ne devrait pas jouer un rôle prépondérant pour les start-up car le stade embryonnaire de celle-ci fait qu'il est difficile de produire des informations financières pertinentes.

Section 2 : L'information financière en tant que déterminant pour le financement par capital risque dans les marchés de capital risque peu matures

Pour (Pope 2010) l'un des objectifs de l'information financière est de fournir des informations qui devraient être utiles pour évaluer la valeur économique des actifs et des passifs. (Pope 2010) ajoute que par conséquent l'analyse des états financiers devrait potentiellement être utile pour évaluer le risque de défaut et de faillite.

Malgré l'importance de l'information financière, il semble que la littérature sur la prise de décision en matière de CR ait accordé peu d'importance aux données financières. Ce sous intérêt est expliqué par (Hand 2005) en s'appuyant sur la vision du cycle de vie qui suggère que lorsqu'une entreprise est fondée, sa valeur consiste presque exclusivement en des idées que les fondateurs ont pour des investissements futurs rentables, plutôt que des actifs en place inscrits au bilan. (Hand 2005) table donc sur une importance croissante des informations financières au fur et à mesure que l'entreprise se développe. Pour (Ismail et Medhat 2019) le degré élevé d'incertitude fait que l'intéressement aux informations financières fait défaut, ils notent toutefois que si ce type d'informations est disponible, il aiderait grandement les SCR dans leur évaluation. Enfin, (Sweeting 1991) bien qu'il ait reconnu un effet d'étouffement de la comptabilité sur l'esprit d'entreprise, il indique cependant que celle-ci constitue la formation

de base de nombreux capitaux-risqueurs et qu'il est donc raisonnable que ces derniers se préoccupent de la manière dont les start-up utilisent la comptabilité.

Au vue donc de ces avis multiples sur le rôle que devrait remplir l'information financière dans l'évaluation des start-up, il est nécessaire d'examiner l'importance accordée à cette information dans la littérature universitaire. Toutefois, auparavant il est utile de rappeler les types d'informations financières.

2.1. Définition et type d'informations financières

Les informations financières sont regroupées à l'intérieur d'un document appelé état financier que (Abdulshakour 2020, 5) a défini comme « *un ensemble complet de documents financiers et comptables permettant de donner une image fidèle de la situation financière, de la performance et de la trésorerie de l'entreprise à la fin de la session* ».

(Matar 2006) a fourni une revue des types d'états financiers qui devraient influencer la prise de décision financière. Ces états sont présentés ci-dessous :

- **Le compte de résultat** : est un rapport financier montrant les résultats des opérations d'une entité y compris les produits et les charges de l'entité dont la différence représente le bénéfice ou la perte nette sur une période donnée.
- **Le bilan** : grâce à cet état, l'actif et le passif de la société sont reconnus. L'importance de la trésorerie de la société, ses liquidités et sa capacité à faire face à ses obligations sont également analysées.
- **État des variations des capitaux propres** : il est déterminé en surveillant et en suivant les variations des éléments des capitaux propres du début à la fin de la période financière.
- **État des flux de trésorerie** : il s'agit d'un état montrant toutes les entrées et sorties de fonds d'une entreprise sur une période donnée et qui sont classées selon les activités opérationnelles, d'investissement et de financement.

2.2. Rôle des états financiers

(Abdulshakour 2020) souligne le rôle des états financiers en trois éléments principaux :

- **Un outil de communication** : en tant que tel, les états financiers permettent de transmettre un message compréhensible à l'utilisateur de l'information comptable sur l'activité de l'entreprise et les résultats de celle-ci.

- **Un moyen d'évaluer la performance** : en tant que tels, les états financiers aident à évaluer la performance de la gestion et de l'efficacité de la gouvernance et de l'utilisation des ressources.
- **Un moyen de prise de décision** : les états financiers servent à la prise de décision interne - *indique la façon de dépenser les ressources à l'avenir* - et externe dans le sens où ils sont utilisés par d'autres parties qui ont une relation directe avec l'entreprise comme les fournisseurs, les clients, les banques pour orienter l'avenir de leurs relations avec eux.

Parmi ces différents rôles des états financiers, nous aborderons l'importance que peuvent avoir ces états pour la prise de décision des SCR. Toutefois nous indiquerons d'abord les déterminants de la préparation des états financiers en l'absence d'obligations réglementaires.

2.3. Déterminants de la préparation des états financiers

(Butler, Kraft, et Weiss 2007) ont indiqué que les exigences réglementaires en matière de comptabilité sont nettement moins élevées pour les petites ou les nouvelles entreprises qui ne sont pas tenues de fournir des états financiers trimestriels ou annuels. Par conséquent, (Cassar 2009) soutient que l'environnement réglementaire des entreprises en démarrage offre l'occasion d'examiner les facteurs qui influencent les choix de préparation des états financiers et des projections financières en l'absence d'exigences réglementaires.

La revue de la littérature menée par (Cassar 2009) lui a permis de distinguer trois explications relatives à la préparation des états financiers dans les petites entreprises.

2.3.1. La présence de propriétaires multiples

(Cassar 2009) soutient que la présence de plus d'un propriétaire crée une demande d'information comptable dans la mesure où ils ne sont pas susceptibles d'être tous impliqués dans la gestion directe de l'entreprise. La préparation des états financiers ici concourt donc à la réalisation d'un objectif informatif.

2.3.2. L'expérience de l'entrepreneur en matière de comptabilité

(Cassar 2009) fournit deux raisons qui font que les connaissances et l'expérience de l'entrepreneur en matière de comptabilité et de contrôle financier seront susceptibles d'être associées à la préparation des états financiers et des projections financières :

- Le fait de savoir comment formuler des projections financières et créer des états financiers réduit les coûts associés à la préparation;

- Les personnes ayant une expérience et une formation en comptabilité sont plus susceptibles de reconnaître les avantages de ces activités comptables (Davila et Foster 2005).

2.3.3. La réduction de l'asymétrie d'information

Pour (Cassar 2009) les informations comptables peuvent ici être utilisées par les entreprises et les financiers comme une méthode rentable de réduction des coûts d'agence, car elles permettent de surveiller les activités de ceux qui gèrent l'entreprise, comme elles permettent d'évaluer les performances actuelles et futures de l'entreprise et ainsi réduire l'adverse sélection entre la start-up et les financiers. Ainsi, les états financiers fournissent des informations aux parties prenantes extérieures afin de s'assurer que les entrepreneurs ne se comportent pas de manière opportuniste (Gorman et Sahlman 1989).

Conformément à notre positionnement théorique (théorie de l'agence) nous soutenons ici que les entrepreneurs ou les start-up prépareront les états financiers afin de minimiser l'asymétrie d'information entre eux et la SCR. Par ailleurs, comme la demande de production de l'information comptable peut varier selon le type de financeur extérieur (Cassar 2009), nous suggérons que les SCR devraient accorder une grande importance à l'information comptable du fait de l'environnement asymétrique où elles exercent.

2.4. L'importance de l'information financière pour l'évaluation des sociétés de capital risque

L'importance de l'information financière pour la prise de décision des SCR a été initialement démontrée dans des études abordant les facteurs influençant l'évaluation des SCR. (Franke et al. 2008) ont établi une revue de ces études et ont indiqué que les critères utilisés par les SCR se regroupent autour de quatre grands groupes à savoir : critères liés à l'offre de produits et services, critères liés au marché, à l'équipe de démarrage et au rendement financier attendu de la nouvelle entreprise. Dans l'étude de (Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985) les critères financiers sont apparus comme plus importants que les critères liés aux produits et au marché mais moins importants que les préoccupations liées à la personnalité et l'expérience de l'entrepreneur. Ces conclusions de (Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985) sont conformes à celles de l'étude de (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) menée sur 73 investisseurs en CR dans toute l'Europe. (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) ont conclu en indiquant que sans une bonne équipe de gestion et une idée raisonnable, les bonnes caractéristiques financières n'ont pas de sens, car elles ne seront jamais atteintes. Dans une

étude ultérieure menée par (Knockaert, Clarysse, et Wright 2010) et portant sur un échantillon de 68 investisseurs européens, ces chercheurs ont réussi à identifier dans leur échantillon trois groupes de capitaux-risqueurs distincts les uns des autres de manière statistiquement significative. Parmi ces trois groupes, un se concentrait sur les caractéristiques financières.

Parmi les études ayant abordé les facteurs influençant l'évaluation des SCR, certaines n'ont trouvé aucun effet significatif des caractéristiques financières. Parmi ces études on retrouve celle de (J. Hall et Hofer 1993) qui ont eu recours à la méthode des protocoles verbaux pour déterminer les critères utilisés par les SCR pour prendre des décisions d'investissement lors du stade de démarrage. (J. Hall et Hofer 1993) ont expliqué le manque de pertinence des données financières par la possibilité du recours des SCR à des mesures alternatives d'évaluation du risque et du rendement et par la possibilité que l'analyse de la validité financière soit prévue dans les dernières phases du processus d'évaluation des investisseurs et non dans les phases précoces. De leur côté, (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) ont estimé que les techniques d'évaluation couramment utilisées dans le domaine de la finance d'entreprise (méthode d'actualisation des flux de trésorerie, méthode de l'actif net) reposent sur des hypothèses strictes et nécessitent des informations que les nouvelles entreprises ne peuvent généralement pas fournir (informations comptables), ceci les a poussé à indiquer que le processus d'évaluation des start-up par les SCR va bien au-delà des considérations purement financières des bilans, des comptes de résultat et des prévisions financières. Enfin, (Smit 2008) a eu recours à des entretiens avec quatre investisseurs en CR aux Pays-Bas dont les résultats ont révélé que lors de la phase de validation du concept il n'y a pas de rapport financier sur les résultats des années précédentes, il y a juste une idée et la preuve qu'elle résout un problème existant.

Les résultats en matière de prise de décision des SCR semblent s'accorder avec le résultat d'études qui ont examiné l'influence d'une multitude de critères sur la performance des nouvelles entreprises de haute technologie. À titre illustratif l'étude de (Kakati 2003) a indiqué que les considérations financières ne constituent pas un déterminant important de la réussite de l'entreprise. Les SCR interrogées par ce chercheur ont affirmé que si le bon entrepreneur, la bonne stratégie, le bon produit sont choisis, le rendement suivra.

La première étude à avoir été consacrée exclusivement à l'examen du rôle que peut avoir l'information financière pour les investisseurs en CR est à notre connaissance celle de (Wright et Robbie 1996). Ces auteurs suggèrent que les SCR devraient s'intéresser aux informations comptables dès les stades précoces de financement, car en tant qu'agents des fournisseurs de

fonds, elles sont confrontées au risque de ne pas obtenir de nouveaux financements si elles n'obtiennent pas des résultats satisfaisants. Les résultats empiriques obtenus par (Wright et Robbie 1996) auprès de 66 SCR britanniques ne sont pas conformes avec leur suggestion initiale puisque les SCR ont accordé une plus grande importance à l'information financière aux stades de financement ultérieurs. Ce constat est donc conforme à celui de (Wilkins, van Wegen, et de Hoog 1997). Une étude ultérieure menée par (Reid et Smith 2005) dans le même contexte et faisant appel à un échantillon plus important (114 SCR) a abouti à des conclusions contraires à celles de (Wright et Robbie 1996). Les investisseurs de cet échantillon semblaient assez optimistes quant au manque d'utilité des rapports financiers pour l'estimation de la valeur et semblaient plus enclins à se concentrer sur leurs propres compétences en diligence raisonnable. (Reid et Smith 2005) expliquent ce résultat par l'effet négatif que peut avoir l'information financière sur la fonction d'intermédiation des SCR en termes de réduction de son intérêt⁸² et par le constat selon lequel les états financiers semblent avoir peu à offrir aux investisseurs en termes de divulgation des risques, ou d'évaluation des actifs incorporels tels que la PI. Ces résultats de (Reid et Smith 2005) sont conformes à ceux de (Sweeting 1991) qui a découvert que les états financiers sont d'importance secondaire et ceux de (Eccles et al. 2002) qui ont indiqué que 7% seulement des investisseurs en haute technologie aux États-Unis et au Canada estiment que les états financiers sont utiles.

Contrairement aux résultats de (Reid et Smith 2005; Sweeting 1991; Eccles et al. 2002) ceux obtenus par (Hand 2005) sur un échantillon d'entreprises américaines de biotechnologie sont conformes à ceux de (Wright et Robbie 1996) dans le sens où les états financiers ne sont pas pertinents en termes de valeur au tout premier stade de financement par CR mais deviennent de plus en plus pertinents en termes de valeur au fur et à mesure que les entreprises mûrissent. Par ailleurs l'étude de (Hand 2005) a indiqué une tendance inverse pour la pertinence des informations non financières, ce qui l'a poussé à suggérer un effet de substitutions entre ces deux types d'informations. Dans l'étude ultérieure de (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013) un effet complémentaire entre les deux types d'informations a été constaté puisque les informations comptables se sont avérées aussi puissantes que les informations non financières pour expliquer les valeurs d'évaluation en Allemagne. Pour ces chercheurs ce résultat n'est pas surprenant compte tenu de la facilité de vérification des informations financières et des coûts associés à leur falsification. Le même effet complémentaire a été

⁸² Autrement dit, si les SCR s'appuient sur l'information financière, leur fonction d'intermédiation financière perd de son utilité.

signalé par (Smith et Cordina 2014) qui indiquent que les comptes financiers semblent fournir des informations complémentaires qui soutiendront mais ne détermineront pas la prise de décision. Ainsi les investisseurs en CR de cette étude ne semblent pas considérer l'information financière légale comme une condition préalable à l'investissement. Les opinions des personnes interrogées dans cette étude apparaissent donc comme étant conformes à l'analyse de (Hand 2005) selon laquelle les états financiers ne sont pas pertinents, mais au fur et à mesure que l'entreprise mûrit ils sont susceptibles de le devenir.

Dans une étude plus élargie menée dans six industries, (Armstrong, Davila, et Foster 2006) ont conclu que les informations contenues dans les états financiers jouent un rôle sur l'évaluation pré et post introduction en bourse. Ce résultat est donc à l'opposé de ceux indiqués précédemment, mais est tout à fait conforme avec le constat de (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013).

Cette revue montre clairement une concentration des études traitant du rôle de l'information financière pour l'évaluation des SCR sur le contexte américain et européen. Peu de preuves semblent émaner du contexte asiatique et africain. À notre connaissance il n'y a que l'étude de (Dhochak et Sharma 2016) et (Njubi 2018) qui ont apporté des preuves sur l'importance des indicateurs financiers. Dans leur étude sur le cas Indien, (Dhochak et Sharma 2016) ont indiqué que les considérations financières se situent en deuxième position en termes d'influence sur la prise de décision quant à (Njubi 2018) il a révélé que l'aspect financier fait partie des trois critères importants pour les investisseurs en CR au Kenya.

Bien que les conclusions soient mitigées sur l'importance de l'information financière, des preuves suggèrent toutefois que ces informations peuvent avoir un effet sur l'évaluation des SCR. Dans le prochain point, nous essayerons de distinguer les types d'informations financières qui sont susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR.

2.5. Revue sur les types d'informations financières susceptibles d'influencer la prise de décision des sociétés de capital risque

Dans le cadre de cette revue, l'importance de trois catégories d'informations financières a été abordée :

- Les informations bilanciellles;
- Les informations sur le Tableau de Compte de Résultat (TCR);
- Les informations prévisionnelles.

2.5.1. Les informations bilancielles

Dans leur examen des types d'informations comptables utilisées pour mettre en œuvre les politiques relatives à l'évaluation et à l'ajustement des taux de rendement prévus pour le risque, (Wright et Robbie 1996) ont indiqué que le bilan constituait la quatrième source la plus importante en termes d'influence sur l'évaluation, dans les stades ultérieurs le bilan a reçu une note d'importance plus grande (4.26/5 contre 4/5 dans les stades précoces).

À l'exception de cette étude, celles qui ont suivi ont semblé unanimes quant à l'insignifiance de ce document sur la prise de décision des SCR. Dans l'étude de (M. J. Roberts et al. 2004) aucun des investisseurs interrogés n'a mentionné qu'il utilisait le bilan. Dans leur enquête de terrain qui s'est déroulée avec des investisseurs en phase de démarrage au Royaume-Uni et en Europe, (Smith et Cordina 2014) ont rapporté le commentaire d'un investisseur qui a souligné qu'il regardait le bilan, mais il n'a pas vraiment d'incidence sur la valeur de l'investissement. L'impression qui se dégage ici est que si l'état financier existe, alors il est pris en compte car il vaut mieux être pleinement informé que ne pas l'être. Enfin l'étude de (Cassar 2009) bien qu'elle ait porté sur les déterminants de préparation des états financiers a réussi tout de même à confirmer ce faible intérêt porté au bilan puisqu'aucun des déterminants identifiés n'a permis d'expliquer l'élaboration de ce document dans les premiers stades de l'entreprise.

Si l'examen global du bilan a montré que celui-ci n'est pas pertinent pour la prise de décision des SCR, l'intéressement aux différentes masses qui le compose indique que certaines se sont révélées particulièrement utiles à la décision. Les chercheurs qui ont examiné les différentes masses du bilan se sont intéressés à l'influence de trois masses à savoir : la trésorerie, les actifs non monétaires et les dettes à long terme.

2.5.1.1. Les actifs non monétaires

Dans son étude sur un échantillon d'entreprises américaines de biotechnologie, (Hand 2005) a indiqué que les actifs non monétaires sont liés de manière positive et fiable à l'évaluation des SCR. L'étude multi industries menée par (Armstrong, Davila, et Foster 2006) a indiqué des effets pré et post introduction en bourse pour cette variable. Ces conclusions vont à l'encontre de l'étude antérieure menée par (B. Graham et McGOLRICK 1937) qui ont soutenu que les évaluations au bilan des actifs incorporels ne devraient pas être prises en considération. Leur argument était que ce qui compte, ce sont les bénéfices générés par les actifs incorporels et non la valeur des actifs incorporels eux-mêmes.

Un type d'actifs non monétaires qui a fait l'objet d'un examen dans la littérature sont les dépenses de R&D. Dans les études de (Hand 2005) et de (Armstrong, Davila, et Foster 2006) ces dépenses étaient positivement liées aux évaluations des SCR. (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013) de leur côté ont également constaté qu'elles augmentaient les évaluations de 0.13%. (Lahr et Mina 2016) ont indiqué que les dépenses de R&D sont un puissant prédicteur de l'investissement en CR. L'étude de (C. Lee, Lee, et Pennings 2001) a quant à elle démontré les effets de ces dépenses sur la performance (mesurée en termes de croissance des ventes).

2.5.1.2. La trésorerie

L'étude de (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) menée sur 73 investisseurs en CR dans toute l'Europe a examiné l'influence de 35 sources d'informations sur la prise de décision et a indiqué que les flux de trésorerie constituaient le douzième critère le plus important pour ces investisseurs. (Demers et Lev 2001) ont indiqué que le taux de consommation de la trésorerie a un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. Ce résultat est conforme à celui de (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013) qui ont montré qu'une augmentation de 1% des liquidités augmente l'évaluation d'environ 0.22% et celui de (Hand 2005) et (Armstrong, Davila, et Foster 2006). (Wright et Robbie 1996) n'ont quant à eux pas trouvé d'effet pour ces flux que lors des stades plus avancés. Dans l'étude de (Njubi 2018) au Kenya, le principal aspect financier pris en compte par les investisseurs en CR est la capacité à générer un flux de trésorerie d'exploitation suffisant. (Dhochak et Sharma 2016) ont également montré l'importance accordée à la liquidité par les SCR indiennes.

Ainsi il semblerait qu'il y ait un consensus fort sur l'importance de la trésorerie pour les SCR. Le constat de (Cassar 2009) qui indique que les informations sur les flux de trésorerie sont particulièrement importantes pour les start-up confrontées à une grande incertitude semble valide.

2.5.1.3. Les dettes à long terme

Contrairement à la trésorerie, les études qui ont examiné l'effet des dettes à long terme ont conclu qu'elles étaient négativement corrélées à l'évaluation que se soit avant ou après l'introduction en bourse (Hand 2005; Armstrong, Davila, et Foster 2006).

2.5.2. Les informations sur le tableau de compte de résultat

Comparativement au bilan, le TCR semble avoir une plus grande importance auprès des SCR. Pour (Wright et Robbie 1996), le TCR apparait comme la deuxième source

d'information la plus importante pour les SCR britanniques derrière leur propre rapport de diligence raisonnable. Cette étude montre également une importance croissante de cet état dans les stades ultérieurs où il a reçu une note d'importance de 4.65/5 contre 4.36/5 dans les stades précoces. De son côté (Cassar 2009) a indiqué que le financement externe était un déterminant important de la préparation du TCR. Pour ce chercheur, cela met en évidence la dépendance des institutions financières à l'égard de ce document dans le processus de contractualisation et de suivi des entreprises en démarrage. Ces résultats sont conformes aux spéculations de (Basu et Waymire 2008; Elwin 2008; Skinner 2008) qui ont indiqué qu'il est possible que le TCR soit utilisé dans l'évaluation des entreprises.

Comme pour le Bilan, la littérature s'est intéressée aux différentes masses qui composent le TCR. L'importance de ces masses sur la prise de décision des SCR est examinée ci-dessous.

2.5.2.1. Les revenus

(Armstrong, Davila, et Foster 2006) dans leur étude sur 502 entreprises financées par CR dans six industries différentes ont montré que les revenus expliquent une part importante des variations des évaluations des SCR tant qu'avant qu'après l'introduction en bourse. L'étude de (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013) a apporté un chiffre plus concret sur l'effet des revenus sur l'évaluation des SCR. Une augmentation de 1% de ces derniers était associée à une augmentation de la valeur de 0.07%. L'étude de (Ismail et Medhat 2019) menée dans le contexte égyptien a indiqué que la génération des revenus multipliait par 3.755 la probabilité d'un financement par CR. Enfin, (J. Block et al. 2019), dans une étude comparative sur les critères d'investissement de cinq types d'investisseurs en capital, ont montré que les SCR accordent une grande attention à la croissance des revenus des entreprises. Deux études ont par ailleurs regroupé les informations sur les revenus au sein d'une rubrique commune à savoir informations sur les ventes et le marketing. Il s'agit de l'étude de (Wright et Robbie 1996) qui a indiqué que ces informations ont reçu une note de 3.8/5 et que leur importance est restée constante dans les stades ultérieurs et l'étude de (Manigart et al. 2000) qui a montré que ces informations sont moins importantes sauf en France.

Ainsi bien que la génération de revenus est assez rare chez les start-up, il semblerait que la présence de ces derniers soit très importante pour obtenir l'aval d'un investisseur en CR.

2.5.2.2. Les charges

L'étude de (Armstrong, Davila, et Foster 2006) a examiné deux types de charges à savoir les frais généraux et administratifs et les coûts d'exploitation. Dans cette étude les chercheurs

ont supposé que ces charges étaient perçues comme ayant un caractère d'investissement étant donné le temps nécessaire dans les start-up pour que les revenus puissent dépasser les charges. Les résultats montrent que les SCR attribuaient effectivement un fort aspect d'investissement avant l'introduction en bourse à ces deux charges puisqu'elles augmentaient les évaluations des SCR. L'étude ultérieure de (Sievers, Mokwa, et Keienburg 2013) a remis en cause la fonction d'investissement associée aux frais généraux et administratifs puisqu'ils diminuaient la valeur d'évaluation de 0.09%.

2.5.3. Les informations prévisionnelles

L'étude de (Wright et Robbie 1996) a montré que les projections financières à un an étaient plus importantes lors de l'évaluation des SCR britanniques puisqu'elles étaient classées en troisième position en termes d'influence au moment où les projections financières à plus d'un an étaient classées à la septième position. Cette étude a également indiqué que dans les stades ultérieurs les projections à moins d'un an perdent en importance aux yeux des investisseurs en CR. Ces résultats sont conformes à ceux de (Manigart et al. 2000) qui ont montré dans leur étude multi pays que les projections financières sont importantes en Europe continentale. (Dhochak et Sharma 2016) dans leur étude sur des SCR indiennes ont montré que ces dernières accordent une importance aux projections de taux de croissance élevé. (Smith et Cordina 2014) dans leur étude qualitative ont montré que les investisseurs en CR britanniques préféraient les états financiers projetés aux états historiques car l'investissement se fait dans la valeur future et non dans la valeur passée. (Ismail et Medhat 2019) ne semblent pas d'accord avec ce constat, en effet leurs résultats montrent que les SCR préfèrent les données réelles aux projections financières car ces dernières sont susceptibles de produire des écarts importants par rapport aux données réelles en raison du degré d'incertitude élevée qui prévaut dans les start-up.

Des études ont examiné des informations prévisionnelles spécifiques, leurs résultats sont exposés ci-dessous.

2.5.3.1. Le Taux de Rendement Interne (TRI) attendu

(Wright et Robbie 1996), dans leur étude pionnière sur l'importance que peuvent avoir les informations financières sur la prise de décision des SCR, ont révélé que les SCR de leur échantillon exigeaient en moyenne un TRI de 29.2%. (Muzyka, Birley, et Leleux 1996), qui ont examiné l'importance attribuée à 35 critères d'investissement auprès de 73 investisseurs en CR européens, ont indiqué que le TRI se classait en onzième position en termes d'importance.

Les conclusions de ces deux études sont conformes à celles de (Jones et Mlambo 2013) et (Knockaert, Clarysse, et Wright 2010) qui ont indiqué la préoccupation des SCR par un retour sur investissement suffisant.

2.5.3.2. La rentabilité financière attendue

L'importance de la rentabilité financière pour les investisseurs en CR a été initialement indiquée par (T. Tyebjee et Bruno 1984). Pour ces derniers les SCR se devaient d'examiner les choix initialement rentables avant d'investir étant donné la durée de vie limitée des fonds des SCR (moins de 10 ans). (Hisrich et Jankowicz 1990) dans leur étude révèlent que les investisseurs en CR préfèrent que les questions importantes dans une décision d'investissement se situent dans trois domaines (gestion, opportunité unique et rendement approprié). Dans une étude plus récente menée dans l'industrie indienne du CR, (Dhochak et Sharma 2016) révèlent qu'une grande importance est accordée à la rentabilité.

Cette revue de littérature a permis de révéler que les informations sur la trésorerie, les dépenses de R&D, le TCR, les revenus générés, les informations prévisionnelles représentent les principaux types d'informations susceptibles d'influencer l'évaluation des SCR.

À côté de ces déterminants recensés dans la littérature spécifique du CR, nous ajouterons les méthodes classiques d'évaluation des projets d'investissement qui sont présentées dans tout bon manuel d'analyse financière. Ces méthodes feront l'objet de la prochaine section.

Section 3 : Cadre méthodologique de l'évaluation financière des projets d'investissement

En matière d'évaluation financière des projets d'investissement, (Bridier et Michailof 1995) affirment qu'il n'y a pas une grande contradiction entre les analystes financiers sur la manière de conduire cette évaluation. Des différences sont uniquement recensables dans les étapes de sa mise en œuvre. Dans cette thèse, nous nous appuyons principalement sur le cadre de (Meye 2007) que nous considérons être le plus abouti du point de vue pédagogique.

Contrairement à d'autres analystes qui ont mis en œuvre l'évaluation de projet dans le cadre de trois contextes (certain, risqué et incertain), (Meye 2007) s'est focalisé sur la nécessité de séparer cette évaluation en deux étapes :

- Une évaluation indépendante des moyens de financement;
- Une évaluation intégrant les moyens de financement.

La première évaluation permettra selon (Meye 2007) au financier de se prononcer quant à la décision de financement. La deuxième aura pour objet de déterminer les moyens financiers nécessaires à la mise en œuvre du projet ou autrement dit le meilleur montage financier qui correspond aux performances de rentabilité dégagées.

3.1. L'évaluation financière intrinsèque du projet

Se fait via la confrontation des flux d'entrée et de sortie imputables à la réalisation du projet ou ce que l'on appelle communément par le terme cash flow qui est le résultat de la somme des cash inflows et des cash outflows (Debourse et Declerck 2012).

La détermination du cash flow peut se faire via deux principales méthodes :

- **La méthode additive** : Dans cette méthode, on ajoute au résultat net comptable les dotations aux amortissements et provisions.
- **La méthode soustractive** : le cash flow est ici égal à la différence entre les produits encaissés et les charges décaissées.

(Meye 2007) indique que cette phase d'évaluation intrinsèque est conduite en six phases que nous condenserons en cinq phases.

3.1.1. L'élaboration de l'échéancier des investissements du projet

Au cours de cette phase, l'analyste aura à déterminer la durée de vie du projet, les investissements qui y seront réalisés ainsi que leur amortissement. Cette phase débouche sur l'estimation du coût du projet qui comprend le coût de l'investissement et la variation du BFR induite par celui-ci.

3.1.2. L'élaboration des comptes prévisionnels de résultat

Cet état recense, pour chacune des années de la durée de vie du projet, les divers résultats du projet.

3.1.3. L'établissement des Flux Nets de Liquidités (FNL) du projet

Il s'agit d'un tableau de synthèse qui confronte l'ensemble des emplois aux ressources (Meye 2007). Il se présente comme suit :

Tableau N°16 : Échéancier des FNL.

Rubriques	Année 0	Année 1	...	Année n
1. Les emplois ▪ Les dépenses d'établissement ▪ Investissements initiaux ▪ Variation du BFR				
Total emplois				
2. Les ressources ▪ La Capacité d'AutoFinancement (CAF) ▪ La récupération du BFR en fin de projet ▪ Les valeurs résiduelles				
Total ressources				
FNL (2-1)				

Source : Meye, Frank Olivier. 2007. *Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement*. Librairie Eyrolles. L'Harmattan. p.91.

3.1.4. Évaluation de la rentabilité intrinsèque du projet

Cette évaluation peut se faire sans recourir à la technique d'actualisation ou via l'utilisation de cette technique. C'est cette seconde démarche qui est généralement adoptée par les investisseurs. Cette évaluation s'appuie sur les FNL distingués dans le tableau précédemment mentionné.

L'actualisation consiste à ramener à la valeur d'aujourd'hui des flux financiers dispersés dans le temps (Bridier et Michaïlof 1995). Selon (Meye 2007), la technique traduit la préférence des individus envers une somme d'argent disponible aujourd'hui. Cette préférence s'explique par le caractère incertain de l'avenir, la préférence pour la liquidité, les possibilités de placement et l'inflation.

Quatre critères d'évaluation de la rentabilité du projet sont généralement distingués :

3.1.4.1. Le délai de récupération (DR)

Le DR représente le temps nécessaire pour que les FNL actualisés dégagés par le projet puissent permettre la récupération de la mise de fonds initiale. Autrement dit, il s'agit du délai

nécessaire pour que le montant des flux financiers positifs équilibre le montant des flux négatifs (Bridier et Michailof 1995). Pour statuer quant au résultat obtenu, la SCR le comparera à un seuil fixé d'avance.

3.1.4.2. La Valeur Actuelle Nette (VAN)

La VAN d'un projet est égale à la valeur actualisée de ses FNL positifs et négatifs. Pour qu'un projet soit acceptable, la différence entre le cumul des FNL et l'investissement initial (I_0) doit être supérieure ou égale à 0.

$$VAN = \sum FNL / (1+i)^t - I_0$$

avec i = taux d'actualisation.

t = durée du projet.

3.1.4.3. L'Indice de Profitabilité (IP)

Est le rapport entre la somme des FNL actualisés et l'investissement initial actualisé. Cet indice mesure la contribution d'un projet par unité monétaire investie.

$$IP = \sum FNL (1+i)^{-t} / \text{investissement initial } (1+i)^{-t} > 1$$

3.1.4.4. Le taux de rendement interne

Il s'agit du taux de rendement pour lequel la VAN est égale à zéro. Autrement dit, du taux qui permet de récupérer l'investissement. Selon (Meye 2007), ce critère présente l'avantage de décharger l'analyste des difficultés liées à la détermination d'un taux d'actualisation.

Pour déterminer ce taux, l'analyste utilise la méthode de l'interpolation qui oppose à un taux d'actualisation qui permet d'obtenir une VAN positive, un autre qui conduit à l'observation d'une VAN négative.

Pour juger de la significativité du taux obtenu, les analystes ont tendance à le comparer soit avec le coût moyen pondéré du capital lorsque le financement se fait via l'emprunt, soit avec le coût d'opportunité⁸³ si le financement se fait via les capitaux propres.

À ces quatre critères, nous pouvons ajouter le seuil de rentabilité qui peut être défini comme le point où l'ensemble des recettes s'équilibrent avec l'ensemble des dépenses.

Le seuil de rentabilité présente toutefois plusieurs limites⁸⁴ qui ont conduit des chercheurs (Debourse et Declerck 2012) à proposer des alternatives telles que le Degré de l'effet de

⁸³ Il se définit comme le taux de rendement que les actionnaires pourraient réaliser s'ils investissent leur argent dans d'autres opportunités (Meye 2007).

⁸⁴ (Debourse et Declerck 2012; Meye 2007) ont indiqué que le seuil de rentabilité repose sur trois hypothèses utopiques à savoir la constance des prix de vente et des coûts, l'existence d'un mono produit et le rattachement de tous ce qui est produit à ce qui est vendu.

Levier Opérationnel (DLO). Le DLO exprime le pourcentage de variation des revenus avant intérêts et impôts dû à un pourcentage donné de variation des ventes.

Tel que mis en œuvre, ces critères de rentabilité des projets ne tiennent pas compte du caractère risqué ou incertain de l'environnement de leur réalisation. Le point ci-dessous met en évidence ces implications.

3.1.5. La prise en compte du risque ou de l'incertitude

En plus de l'environnement certain, les projets d'investissement peuvent être menés dans un environnement risqué ou incertain. Pour une distinction entre ces deux concepts, nous redirigeons le lecteur vers la première section du premier chapitre.

3.1.5.1. Projet d'investissement dans le cadre d'un environnement risqué

Dans le cadre de cet environnement, il est possible d'associer des probabilités à la réalisation d'un projet d'investissement. Pour obtenir ces probabilités, (Bridier et Michaïlof 1995) estiment que les investisseurs recourent généralement à un groupe d'experts. Ce groupe est chargé d'identifier une probabilité pessimiste et une probabilité optimiste quant à la réalisation du projet.

Ces probabilités sont ensuite utilisées pour calculer l'espérance de la VAN qui s'obtient via la formule suivante :

$$E(VAN) = \sum P_j * VAN_{jactualisée} \geq 0$$

Le critère de E (VAN) est généralement associé à une mesure du risque à savoir l'écart type du projet :

$$\sigma_{VAN} = \sqrt{VAR_{VAN}}$$

$$\text{Avec } \sqrt{VAR_{VAN}} = \sum_{i=1}^n VAR(CFI) * (1+i)^{-2n}$$

$$VAR(CFI) = \sum_{i=0}^n P_i * (CFI)^2 - [E(CFI)]^2$$

Plus la valeur de cet écart type est élevée, plus le risque du projet pris isolément est grand. Cette mesure est appréciée par l'investisseur en la comparant au taux de risque qu'il est prêt à supporter.

3.1.5.2. Projet d'investissement dans le cadre d'un environnement incertain

Dans un cadre incertain, nous ne pouvons pas probabiliser les chances de réalisation de l'investissement. Les analystes financiers recourent ici à d'autres techniques. La plus répandue étant l'analyse de sensibilité.

L'analyse de sensibilité permet de s'assurer du réalisme des prévisions effectuées par le porteur de projet (coût de l'investissement, durée de vie du projet, coûts d'exploitation). Si des erreurs de prévisions sont identifiées, l'analyste devra mesurer leur impact sur la rentabilité globale du projet (VAN et TRI). Bien que cette méthode parait simpliste aux premiers abords, sa mise en œuvre reste difficile en raison de l'existence d'influences mutuelles entre les variables prédites (Debourse et Declerck 2012).

La fiabilité des prévisions joue donc un rôle important dans l'identification des projets à financer dans un environnement incertain.

(Bridier et Michailof 1995) déconseillent de recourir dans ce genre d'environnement à certaines techniques d'analyse telles que le système de maximisation du taux d'actualisation ou le système de prime de risque qui consiste à réduire d'un pourcentage fixe la somme des flux financiers actualisés du projet.

Au terme de cette évaluation intrinsèque, l'investisseur est capable de prendre une décision inhérente au financement du projet.

3.2. L'évaluation intégrant les moyens de financement

Avant de procéder à une seconde évaluation, l'analyste financier procèdera à l'identification d'un plan de financement qui devra répondre à certaines conditions d'équilibre qui sont vérifiées par le calcul de ratios de structure financière⁸⁵.

3.2.1. L'établissement d'un plan de financement

Ce plan vise à mettre en place des sources de financement suffisantes pour faire face au besoin d'investissement du projet. Le plan de financement se présente comme suit :

Tableau N°17 : Structure du plan de financement.

Rubriques	0	1	...	n
1. Emplois				
▪ Frais d'établissement				
▪ Terrains				
▪ Bâtiments				
▪ Équipements				
▪ BFR				
Total emplois				

⁸⁵ Notamment le ratio d'équilibre financier qui est égal au rapport entre les ressources stables et l'investissement fixe ainsi que la variation du BFR.

2. Ressources				
▪ Capital				
▪ Emprunts				
▪ Subventions				
▪ Autres financements				
Total ressources				
FNT (2-1)				

Source : Meye, Frank Olivier. 2007. *Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement*. Librairie Eyrolles. L'Harmattan. p.189.

Ce plan mettra en évidence de nouveaux FNL qui intègrent les nouvelles sources de financement du projet. Dans notre cas, ces ressources se limiteront à la rubrique capital.

La pertinence du montage financier réalisé à ce niveau devra être appréciée par l'établissement d'un plan et d'un budget de trésorerie.

3.2.2. L'établissement du plan et du budget de trésorerie

Ces deux documents permettront d'apprécier la trésorerie prévisionnelle du projet.

3.2.2.1. Le plan de trésorerie

Ce tableau prévisionnel fournit une indication sur la trésorerie que le projet va générer à long terme. Il fournit selon (Meye 2007) des informations sur l'adéquation de la politique d'investissement et de financement. Le plan de trésorerie se présente comme suit :

Tableau N°18 : Structure du plan de trésorerie.

Désignation	Année 1	Année 2	...	Année n
Emplois				
▪ Investissement initial				
▪ Variation du BFR				
▪ Dividendes				
Total emplois				

Ressources				
▪ CAF				
▪ Capital				
▪ Cessions d'actifs				
▪ Subventions				
▪ Récupération du BFR				
▪ Valeur résiduelle				
Total ressources				
Soldes annuels				
Soldes cumulés				

Source : Meye, Frank Olivier. 2007. *Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement*. Librairie Eyrolles. L'Harmattan. p.197.

On jugera de l'équilibre financier si la majorité des soldes cumulés sont positifs, dans le cas contraire, il y a lieu de modifier le montage financier en accroissant les ressources.

3.2.2.2. Le budget de trésorerie

Cet état prévisionnel estime les besoins de trésorerie à court terme de l'entreprise et permet par conséquent de prévoir des moyens⁸⁶ pour couvrir les déséquilibres observés. Ce document se présente comme suit :

Tableau N°19 : Structure du budget de trésorerie.

Désignation	Janvier	Février	...	Décembre
Décaissements				
▪ Charges d'exploitation				
▪ Charges financières				
▪ Achats au comptant				
▪ Impôts/ TVA versée				
▪ Autres décaissements				
Total décaissements				

⁸⁶ Exemple : l'escompte des effets de commerce, les facilités de caisse, le découvert.

Encaissements				
▪ Capital				
▪ Subventions				
▪ Ventes au comptant				
▪ Créances clients N-1				
▪ Autres encaissements				
Total encaissements				
FNL /mois				
FNL cumulé				

Source : Meye, Frank Olivier. 2007. *Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement*. Librairie Eyrolles. L'Harmattan. p.199.

Après s'être assuré de la pertinence du montage financier réalisé, l'analyste financier peut procéder à l'évaluation de la rentabilité du projet après financement.

3.2.3. L'évaluation de la rentabilité du projet après financement

Cette évaluation s'appuie sur les nouveaux FNL qui intègrent le financement du projet. Il y a lieu de noter que l'évaluation s'appuie ici sur les mêmes indicateurs distingués lors de la phase intrinsèque.

(Meye 2007) estime que lorsque l'investisseur a à faire à une entreprise avec des antécédents, il tend à accompagner cette analyse de la rentabilité avec une analyse financière.

3.3. L'analyse financière de l'entreprise

Ici l'analyste s'intéressera aux équilibres financiers de l'entreprise, il calculera par ailleurs plusieurs ratios lui permettant de s'assurer de la solvabilité et de la rentabilité de l'entreprise.

3.3.1. Analyse des équilibres financiers de l'entreprise

L'équilibre financier peut être examiné à trois niveaux :

- **À long terme via le FR** : se calcule par la différence entre les capitaux permanents et l'actif immobilisé. L'idéal ici est d'avoir un excédent qui permettra de financer une partie de l'actif circulant.
- **À moyen terme via le BFR** : s'obtient par la différence entre l'actif circulant et le passif circulant.
- **À court terme via la trésorerie** : la trésorerie est calculée par la différence entre le FR et le BFR.

3.3.2. L'analyse via les ratios

(Meye 2007) a distingué cinq catégories de ratios. Le déploiement de ces ratios dépend de la personne qui exécute l'analyse financière. Dans notre cas (l'investisseur), deux types de catégories peuvent être mobilisés à savoir les ratios de solvabilité et les ratios de rentabilité.

3.3.2.1. Les ratios de solvabilité

Trois ratios sont à distinguer à ce niveau :

- Ratio d'équilibre financier : capitaux permanents / actif immobilisé > 1
- ou : capitaux propres / actif immobilisé > 1
- Ratio d'indépendance financière : ressources empruntées / ressources propres
- Ratio de capacité de remboursement⁸⁷ : emprunt / CAF

3.3.2.2. Les ratios de rentabilité

Deux ratios sont à distinguer à ce niveau :

- **La rentabilité économique** : évalue la rentabilité de l'exploitation de l'entreprise indépendamment de son mode de financement, elle est égale à : Excédent brut d'exploitation / capitaux permanents.
- **La rentabilité financière** : évalue la rentabilité des actionnaires. Elle indique l'efficacité de l'entreprise dans l'usage de ses capitaux propres. Elle s'obtient comme suit : Résultat net / capitaux propres.

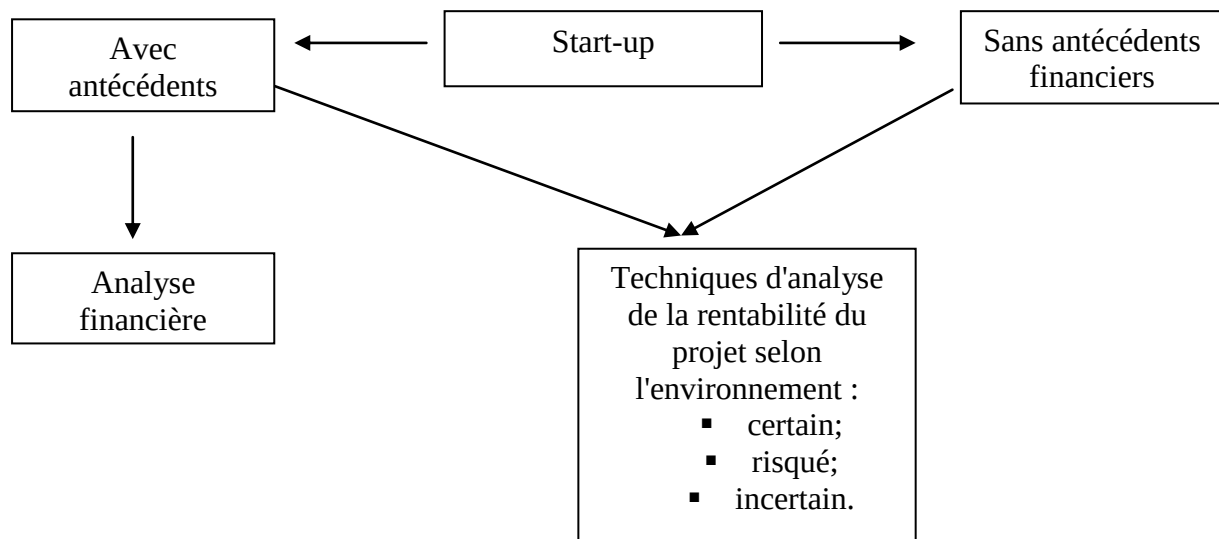
Les ouvrages portant sur l'évaluation des projets d'investissement que nous avons consultés sont généralement conclus par une évaluation socioéconomique du projet. Cette évaluation mesure les effets du projet sur la collectivité où il s'inscrit.

Cette évaluation porte généralement sur l'identification et la quantification des perturbations (positives ou négatives) induites par le projet sur un certain nombre de variables (VA, emploi, finance publique, balance des paiements, l'environnement, l'infrastructure...). L'objectif est donc de sélectionner les projets qui apportent la plus grande contribution au développement économique (Bridier et Michailof 1995).

La figure ci-dessous résume la méthodologie classique d'évaluation financière des projets d'investissement.

⁸⁷ Indique le nombre d'années d'autofinancement nécessaires au remboursement des emprunts.

Figure N°12 : Méthodologie d'évaluation financière des projets d'investissement.



Source : réalisée par nous-mêmes.

Conclusion du chapitre

L'activité de CR apparue en 1946 a connu un développement exceptionnel qui s'est étendu bien au-delà des frontières des États-Unis pour toucher une multitude de pays qui se distinguent par leur développement économique et leur niveau d'innovation technologique.

L'internationalisation de l'activité de CR a ainsi suscité une nouvelle orientation de la recherche sur la prise de décision de CR qui intègre à la fois l'influence de l'absence d'institution formelle, du contexte économique, de l'expérience et de la maturité du marché de CR.

Dans ce chapitre nous avons abordé une des implications résultant de cette internationalisation du CR à savoir l'influence de la maturité du marché de CR. Conformément aux conclusions de (Manigart et al. 2000) nous avons considéré que la maturité du marché du CR devrait générer une variation dans la prise de décision des SCR dans le sens où dans les marchés de CR jeunes, la prise de décision s'appuierait sur des indicateurs comptables et financiers. Une telle prépondérance des critères financiers dans l'évaluation est justifiée par l'influence que devrait exercer la formation financière et bancaire des gestionnaires des SCR (Sweeting 1991; Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996).

Au vu de la maigreur de la littérature sur l'influence de la maturité du marché de CR, nous avons eu recours à la littérature qui a abordé l'influence des indicateurs financiers dans les marchés matures de CR afin d'extraire les différents indicateurs susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR. Ce travail a ainsi fait ressortir 6 indicateurs financiers susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR. À ces déterminants s'ajoute une méthodologie financière d'analyse des projets d'investissement⁸⁸.

(Shevlin 1996, 32) estime que « les chercheurs pourraient arriver à des conclusions erronées sur la pertinence de la valeur de l'information comptable si d'importants indicateurs non financiers de la performance de l'entreprise sont omis de l'analyse ». Ainsi, afin d'éviter de tomber dans de tels biais, nous avons décidé de mener une revue de littérature sur les différents indicateurs non financiers susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR et ce en adoptant une perspective de signal. Les résultats de cette revue sont présentés dans le cadre du prochain chapitre.

⁸⁸ La vérification du recours à cette démarche d'analyse des projets d'investissement exige le recours à une méthodologie spécifique, qui sera détaillée dans la section 2 du 6^{ème} chapitre.

Chapitre 5 :

Les déterminants de la prise de décision des sociétés de capital risque dans les marchés de capital risque matures

« Notre but est de découvrir des compagnies extraordinaires à des prix ordinaires et non des compagnies ordinaires à des prix extraordinaires »

Warren Buffett

« Je préfère un homme de catégorie A avec une idée de classe B, à un homme de catégorie B avec une idée de classe A »

Général Doriot

« J'investis dans les gens, s'ils se trompent sur le produit, ils changent d'avis, alors à quoi bon comprendre le produit dont ils parlent en premier »

Arthur Rock

«Les deux choses les plus importantes n'apparaissent pas au bilan de l'entreprise : sa réputation et ses hommes»

Henri Ford

Introduction au chapitre

Les financiers potentiels sont confrontés à des risques élevés lorsqu'ils sélectionnent les entrepreneurs car ces derniers possèdent des informations sur eux-mêmes et leurs opportunités que les apporteurs de capitaux ne connaissent pas (Shane et Cable 2002). La solution dans le cadre d'un marché de CR mature suggère que la partie informée puisse recourir aux signaux pour distinguer sa qualité potentielle auprès de la SCR et ainsi obtenir des financements.

(Higgins et Gulati 2006; Nofsinger et Wang 2011) suggèrent que les signaux sont essentiels dans le cadre des jeunes entreprises, en particulier lorsque des mesures objectives de la qualité ne sont pas facilement observables. Ainsi lorsque des asymétries d'informations sont présentes, les SCR ont tendance à s'appuyer sur des signaux pour prendre des décisions d'investissement (Hoenen et al. 2014). Pour (Plummer, Allison, et Connelly 2016), les signaux s'avèrent être un mécanisme particulièrement pertinent pour réduire l'asymétrie d'information et minimiser le coût de l'information (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009). Un certain consensus apparaît donc dans la littérature sur l'importance des signaux.

Si les chercheurs ont su indiquer l'importance des signaux face à l'incertitude qui caractérise les start-up, aucun d'eux n'a pensé à regrouper l'intégralité de ces signaux dans un document académique. En effet, notre revue de la littérature nous a permis de constater que la recherche sur les divers signaux est fragmentée dans le sens où les chercheurs ont eu tendance à n'examiner que l'effet isolé de quelques signaux ou d'un seul signal comme l'ont fait (Shane et Cable 2002; Shane et Stuart 2002) pour les liens directs et indirects, ou encore (Malmström et al. 2020; Alsos et Ljunggren 2017; Coleman et Robb 2009) pour le genre. D'autres comme (Patzelt 2010; Gimmon et Levie 2010; Ko et McKelvie 2018) se sont intéressés au capital humain de l'entrepreneur (éducation, expérience industrielle, expérience de création d'entreprise). (Hoenen et al. 2014; Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014; L. Zhang, Guo, et Sun 2019; Zhou et al. 2016; J. H. Block et al. 2014) ont quant à eux examiné le capital intellectuel de l'entrepreneur. (Leland et Pyle 1977; Prasad, Bruton, et Vozikis 2000; Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) se sont intéressés au capital financier.

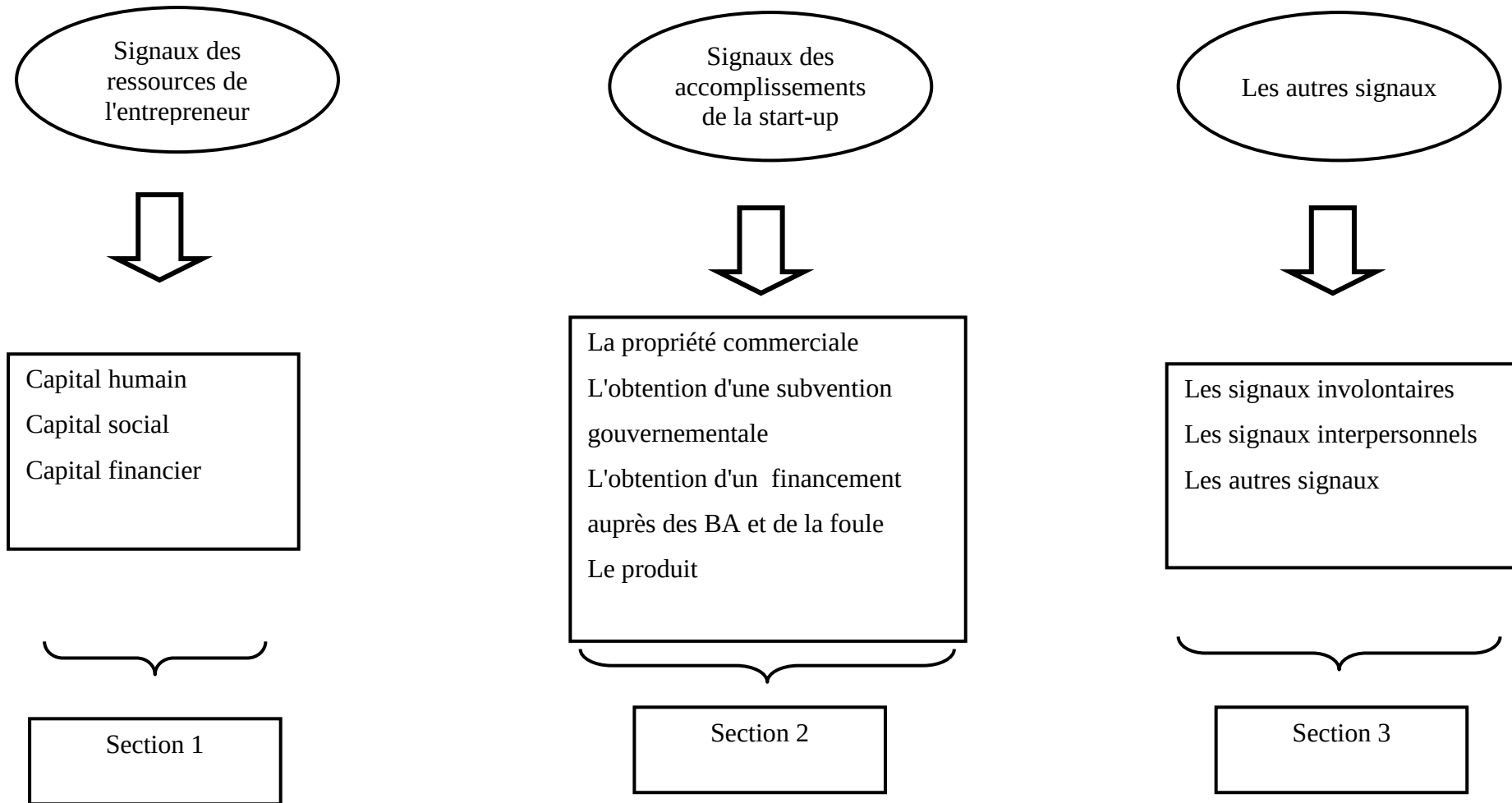
La conséquence d'une telle démarche réside dans la complexité qu'elle crée pour un jeune chercheur pour mesurer l'étendue et l'importance de la littérature sur les signaux. L'objectif de ce chapitre est donc d'organiser cette littérature dans le contexte du financement par CR. Ce travail s'inscrit dans la continuité de celui de (Connelly et al. 2011) qui ont répondu à la critique de la mauvaise définition de la théorie de signal par la description de ses idées fondamentales et de celui de (O. Colombo 2021) qui a passé en revue les différents courants

de la littérature sur les signaux sans toutefois distinguer d'une manière exhaustive les divers signaux qui y sont appliqués.

Notre revue de littérature sur des références anglophones a fait ressortir 28 signaux, que nous avons classés dans trois catégories. Les signaux des ressources de l'entrepreneur qui seront étudiés dans la première section, l'effet de signal des accomplissements de la start-up qui feront l'objet de la deuxième section. La section trois regroupe des signaux qui n'appartiennent pas aux catégories précédentes.

Cette classification est quelque peu semblable avec celle de (Köhn 2018) qui a distingué entre les caractéristiques de la start-up et les caractéristiques du fondateur. Toutefois, (Köhn 2018) n'a pas su représenter l'intégralité des déterminants abordés par la littérature, ni mis en évidence leur effet de signal. La figure ci-dessous résume notre classification de ces 28 signaux

Figure N°13 : Littérature sur les signaux dans le domaine du CR.



Source : réalisée par nous-mêmes.

Section 1 : L'effet de signal des ressources de l'entrepreneur

Dans les premières années de son existence, la start-up ne possède aucun antécédent de performance financière susceptible d'indiquer sa qualité aux parties prenantes, les seules ressources qu'elle possède sont celles de son entrepreneur ou de l'équipe fondatrice. Ces dernières font référence aux :

- Capital humain qui regroupe l'éducation et les diverses expériences de l'entrepreneur.
- Capital social qui comprend les liens directs et indirects et les alliances.
- Capital financier de l'entrepreneur constitué lors d'un emploi antérieur dans une entreprise ou par les bénéfices d'activités indépendantes antérieures ou encore par le biais d'un héritage.

La littérature sur le financement par CR et celle sur la signalisation ont suggéré que ces ressources peuvent être particulièrement utiles pour permettre aux SCR de prendre une décision de financement.

Dans le cadre de cette section, nous examinerons donc l'effet de signal de ces ressources. Toutefois, il y a lieu d'indiquer que lorsque nous constaterons que la littérature sur les signaux est assez peu développée, nous recourrons à celle qui a abordé les effets de ces ressources sur plusieurs variables de performance telles que la survie, le succès, la croissance ou encore la création d'entreprise. Ce raisonnement est également poursuivi dans les sections ultérieures de ce chapitre.

1.1. Le capital humain

Le capital humain a été défini par (Piazza-Georgi 2002) comme le stock de compétences personnelles que les agents économiques ont à leur disposition. Cette définition suggère que la variable détentrice de ce capital n'est pas l'entreprise mais les entrepreneurs eux-mêmes. La théorie du capital humain a été développée par (Becker 1964) qui a popularisé l'idée que les individus disposant d'un niveau d'éducation et d'une expérience supérieure obtiendront des résultats plus souhaitables. Ainsi cette théorie soutient que le savoir permet aux individus d'accroître leurs capacités cognitives, ce qui conduit à une activité potentiellement plus productive et plus efficace (Davidsson et Honig 2003).

Le capital humain a longtemps été considéré comme étant essentiel à la capacité d'une entreprise à survivre et se développer. Toutefois avec l'émergence de la théorie de signal et la

reconnaissance de l'asymétrie d'information, la théorie du capital humain a trouvé dans le cadre des start-up une réelle pertinence. En effet, ces entreprises ne disposent pas d'informations fiables sur la qualité de leur produit ou service, la taille de leur marché, l'exactitude des prévisions de ventes et des bénéfices. Il leur est donc difficile de prétendre à un financement. Dans ce contexte les différents attributs du capital humain peuvent agir comme des indicateurs de substitution de sa compétence et de sa crédibilité (Pennings, Lee, et van Witteloostuijn 1998).

Dans notre recherche nous examinerons l'effet de signal de neuf attributs du capital humain. Conformément à (Becker 1975), ces attributs peuvent être décomposés en composants génériques et spécifiques du capital humain. Le capital humain générique se rapporte aux connaissances générales acquises par l'entrepreneur (éducation, expérience professionnelle préalable...). Le capital humain spécifique est constitué des capacités que les fondateurs peuvent directement appliquer dans l'entreprise nouvellement créée (expérience de création d'entreprise, expérience industrielle, expérience en matière de gestion).

1.1.1. L'influence de l'expérience en matière de création d'entreprise

Les nouvelles entreprises connaissent des conflits et une certaine confusion dans la reconnaissance des tâches à accomplir et l'affectation des personnes à ces tâches. Toutefois, les entrepreneurs ayant une expérience de la création d'entreprise comprennent ces problèmes et ont probablement élaboré des stratégies pour les résoudre (A. Zacharakis et Shepherd 2005). Ainsi, l'expérience entrepreneuriale présente dans l'équipe doit être considérée comme une ressource précieuse (Aspelund et Skjevdal 2005) puisqu'elle offre une compréhension globale de la tâche de création d'entreprise (Gruber, MacMillan, et Thompson 2012). (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) indiquent que les fondateurs expérimentés peuvent avoir testé des approches alternatives et avoir appris lesquelles ont plus de chances de fonctionner, comme ils sont plus susceptibles d'avoir une meilleure connaissance qui les aide à comprendre leur technologie, leur marché et leurs clients, ce qui permet aux investisseurs en CR de réduire le risque opérationnel et aux entrepreneurs de connaître les possibilités d'amélioration et de développement futur de la technologie (Patzelt 2010). L'expérience de création de l'entrepreneur annule donc les coûts d'adaptation et d'acquisition de compétences que devront supporter les entrepreneurs débutants (Shane et Khurana 2003). (Delmar et Shane 2006) indiquent que l'expérience en matière de création d'entreprise est bénéfique pour au moins trois raisons :

- L'expérience en matière de création apporte une connaissance tacite des routines d'organisation et des compétences qui ont déjà été acquises dans le cadre des activités antérieures et qui peuvent être transférées à la nouvelle entreprise.
- L'expérience entrepreneuriale permet de savoir quels rôles sont nécessaires dans l'organisation et qui devrait les remplir.
- L'expérience de création permet le transfert des liens sociaux avec le réseau d'employés, de fournisseurs, d'investisseurs et de clients d'un contexte antérieur au contexte actuel.

Au vu des avantages résultant d'une expérience entrepreneuriale, il n'est pas surprenant que la littérature ait indiqué une corrélation entre celle-ci et plusieurs variables (création d'entreprise, survie, croissance, succès, évaluation et obtention de financement).

Les personnes ayant une expérience de création d'entreprise sont susceptibles de connaître les ressources nécessaires à la création d'une entreprise. (Alsos et Kolvereid 1998) ont exploré le processus de gestation d'une entreprise parmi trois types d'entrepreneurs (novices, en série, et en parallèle). L'analyse a révélé que les entrepreneurs parallèles ont une probabilité plus élevée de mise en œuvre de leur entreprise que les novices et les fondateurs en série. (Shane et Khurana 2003) ont indiqué qu'une expérience de fondation a un effet positif sur la probabilité de création d'entreprise. (Davidsson et Honig 2003) ont cherché à déterminer l'effet de quatre variables du capital humain sur l'acte entrepreneurial. Leurs résultats sur 380 entrepreneurs naissants en Suède ont montré que c'est l'expérience de création d'entreprise qui a le plus d'effet sur la probabilité d'être entrepreneur. Cette variable était également associée à une exploitation réussie en termes de capacité à faire avancer le processus. Cependant elle n'avait aucun effet sur la réalisation d'un bénéfice. Ce dernier résultat suggère implicitement que l'expérience de création d'entreprise peut ne pas être pertinente pour prédire la survie de l'entreprise. Toutefois, les études ayant examiné les effets de cette expérience sur la survie ont abouti à des conclusions assez solides.

Dans notre revue de littérature, il n'y a que l'étude (Aspelund et Skjevdal 2005) qui n'a pas confirmé cet effet. (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) indiquent que la probabilité de survie des entreprises masculines est considérablement accrue par l'expérience entrepreneuriale antérieure du propriétaire. En effet, seulement 13% des équipes de démarrage de leur échantillon qui avaient une expérience de création ont cessé leur activité. (Delmar et Shane 2006) ont conclu que la probabilité de cessation était de 42.2% plus faible pour les entreprises ayant cette expérience. Néanmoins, si leurs résultats ont indiqué des effets

linéaires sur la survie en fonction de l'âge, des effets décroissants sur la survie ont été constatés avec l'augmentation de cette expérience. Par ailleurs, les résultats obtenus dans la littérature sur la croissance et le succès permettent de renforcer les conclusions en termes de survie⁸⁹. Ainsi, (M. G. Colombo et Grilli 2005) ont montré que les entrepreneurs en série connaissent une croissance supérieure. (Duchesneau et Gartner 1990) ont indiqué que les dirigeants d'entreprises prospères étaient plus susceptibles d'avoir une plus grande expérience de démarrage. Plus récemment, (Bekaddour et Benhabib 2021) ont conclu dans le contexte algérien que l'expérience en matière de création d'entreprise était positivement corrélée avec la croissance.

Si l'expérience de création est supposée produire un ensemble de compétences qui peuvent être utiles à plusieurs égards, son absence peut indiquer un besoin accru d'assistance et de contrôle de la part d'une SCR. (Lerner 1994) a constaté que les entreprises dans lesquelles le PDG n'avait pas une expérience de création étaient caractérisées par un plus grand nombre de représentations des investisseurs en CR dans le conseil d'administration. Une implication plus importante d'une SCR peut donc la conduire à sous-évaluer les entreprises dans lesquelles elle investit, de sorte que les fonctions extrafinancières peuvent avoir des conséquences financières (D. H. Hsu 2007). Les résultats de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) montrent qu'une nouvelle entreprise est mieux valorisée si son fondateur a déjà une expérience de démarrage. (D. H. Hsu 2007) a montré que les équipes d'entrepreneurs ayant une plus grande expérience de création (réussie ou non) voient leur évaluation augmenter de 23%. Comparativement les équipes n'ayant qu'une expérience de création réussie voient leur évaluation augmenter de 39%. Les entretiens menés par (Hisrich et Jankowicz 1990) avec cinq SCR ont révélé l'importance qu'elles accordent aux antécédents de réussite des entrepreneurs dans des entreprises antérieures. (Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985) indiquent qu'une expérience pertinente de création fait partie des dix critères les plus fréquemment cités par les SCR comme étant essentiels à leur prise de décision. Dans le contexte européen, l'étude de (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) sur 73 investisseurs en CR qui se sont vus soumettre 35 critères indique que l'expérience du chef d'entreprise en matière de création figure parmi les sept premiers critères. Enfin, (J. Hall et Hofer 1993) ont analysé 16 plans d'entreprise et ont montré que l'expérience antérieure de l'entrepreneur a été un facteur déterminant dans l'évaluation de deux propositions.

⁸⁹ L'argument sous-jacent ici suggère que la survie est une passerelle vers d'autres accomplissements.

Les différences dans les expériences de création peuvent également entraîner des différences dans les montants de financement obtenus. C'est ce qu'ont indiqué les études de (Coleman et Robb 2009), (Patzelt 2010; Audretsch, Bönte, et Mahagaonkar 2012) et plus récemment (Chan et Park 2015). (Conti, Thursby, et Rothaermel 2013) ont opérationnalisé cette expérience en tant que variable de contrôle et ont conclu que le fait d'avoir une expérience entrepreneuriale augmente la probabilité de réception des fonds de CR de 14%. Dans leur étude, (Mueller, Westhead, et Wright 2012) ont supposé que les entrepreneurs qui n'ont pas accès aux avantages de la proximité spatiale peuvent signaler leurs compétences par leur expérience en matière de création. Leurs résultats sur 579 spins offs universitaires au Royaume-Uni ont confirmé que la présence de fondateurs habituels augmente les chances d'obtenir du CR par un facteur de 2.8.

Toutefois, les recherches qui ont examiné les effets de cette variable sur l'obtention du financement n'ont pas toutes indiqué une corrélation positive. (Cassar 2004) a indiqué que les entrepreneurs ayant des différences d'expérience entrepreneuriale ne semblent pas différer dans le financement qu'ils obtiennent. L'analyse de (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007) a montré qu'une expérience de création d'entreprise augmente le risque d'introduction en bourse de 45%, mais diminue le risque de CR de 25%. (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) ont conclu que c'est seulement les entrepreneurs qui ont indiqué une expérience plus importante en matière de création qui obtiennent des financements par CR. Les conclusions de (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) sont plus extrêmes puisqu'elles ne trouvent aucun effet significatif sur le financement. (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) ont imputé ce résultat à la mesure utilisée qui n'indique pas si cette expérience de création est positive ou négative. Par ces propos (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) suggèrent qu'une expérience négative peut restreindre la volonté d'investissement. Toutefois, les conclusions empiriques de (D. H. Hsu 2007) bien qu'elles indiquent que des expériences plus fructueuses sont associées à des probabilités supérieures de financement, elles n'ont en aucun cas abouti à un effet négatif résultant d'une mauvaise expérience. Pour (Jacob, Lys, et Neale 1999) une telle expérience traduit la capacité de l'entrepreneur à apprendre de ces échecs et à acquérir une conscience des risques associés à la création de nouvelles entreprises. Ainsi les fondateurs qui ont connu l'adversité en même temps que le succès sont plus susceptibles d'être des chefs d'entreprise chevronnés (D. H. Hsu 2007). Les raisons de la faible corrélation entre l'expérience entrepreneuriale et le financement sont donc imputables à d'autres facteurs.

(A. Zacharakis et Shepherd 2005) indiquent que cette faible corrélation peut être liée à une pléthore de raisons parmi celles-ci, la tendance des entrepreneurs expérimentés à répéter des actions qui ont réussi dans une entreprise antérieure dans des circonstances nouvelles qui sont tout à fait différentes. Les entrepreneurs en série peuvent aussi ne pas reconnaître leurs propres limites, ou voir leur motivation diminuer en raison de créations antérieures réussies. Un autre argument à l'insignifiance de l'expérience de création est lié au type d'investisseur ciblé. (Nofsinger et Wang 2011) montrent que les SCR sont plus disposées que les BA à prêter de l'argent si la start-up est gérée par un entrepreneur chevronné. Par ailleurs l'étude de (Florin, Lubatkin, et Schulze 2003) suggère une modération de l'effet de l'expérience de création d'entreprise par le temps⁹⁰. Toutefois les conclusions de (Ko et McKelvie 2018) montrent que cette expérience permet à l'entrepreneur d'acquérir 1.31 millions de \$ de financement supplémentaires lors des étapes ultérieures de financement. Ce résultat est conforme à l'argument de (Kotha et George 2012) qui indiquent que pour observer un effet de baisse de l'expérience en matière de création d'entreprise, il faut que toutes ces expériences soient similaires.

Dans notre revue de littérature, les études qui ont abouti à des effets positifs de l'expérience entrepreneuriale sont plus nombreuses que celles qui ont indiqué un effet négatif. Ainsi, conformément à (Nofsinger et Wang 2011), nous considérons l'expérience entrepreneuriale comme un signal de qualité qu'un entrepreneur peut envoyer à une SCR pour se distinguer et ainsi obtenir un financement. L'expérience entrepreneuriale est par ailleurs conforme à la conceptualisation d'un signal formulée par (M. Spence 1973). Son observabilité ne devrait pas poser de problème à l'égard de l'argument de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) qui indique que les informations sur une telle expérience sont apprises par les SCR indépendamment de leur inclusion dans les documents de planification des activités. Quant au coût de ce signal, il se reflète dans le temps nécessaire pour l'acquisition de cette expérience et de son indissociabilité de son acquéreur.

1.1.2. L'influence de l'éducation

L'influence de l'éducation fait référence à l'impact que peut avoir le niveau de scolarité sur un ensemble de variables entrepreneuriales. (A. M. Spence 1974; Becker 1964) suggèrent que les diplômes et les titres de formation en général donnent des informations sur les différences

⁹⁰ (Florin, Lubatkin, et Schulze 2003) ont analysé le rôle que peut avoir l'expérience entrepreneuriale sur l'accumulation du capital financier pendant la phase de croissance qui précède et qui suit l'introduction en bourse. Leurs résultats ont indiqué un effet positif limité à la phase pré introduction en bourse.

de capacité, de persévérance et d'autres traits de valeur des individus. (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) supposent que l'éducation est liée aux connaissances, aux compétences et à la capacité de résolution des problèmes, à la discipline, à la motivation et à la confiance en soi.

Au vu des effets positifs résultant de l'éducation, il n'est pas étonnant qu'elle permette à l'entreprise de mieux faire face aux problèmes et donc de mieux réussir. (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) indiquent que bien que cette variable ne permette pas de savoir ce qu'un individu a étudié, ni ce qu'il a appris et retenu, elle est toutefois un déterminant important de la survie et de l'obtention de performances de croissance élevées. Les conclusions en termes d'effet sur la survie sont conformes à celles de (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992). (Almus et Nerlinger 1999) quant à eux ont formulé un ensemble d'hypothèses sur les déterminants pouvant expliquer les variations de croissance des entreprises basées sur les nouvelles technologies. Ils ont conclu que le parcours éducatif est positivement corrélé avec la croissance. L'étude ultérieure de (Bekaddour et Benhabib 2021) menée dans le contexte algérien confirme la corrélation du niveau de scolarisation avec la croissance. Les résultats de (M. G. Colombo et Grilli 2005) montrent des effets variables de l'éducation selon le domaine d'étude. Ainsi les années universitaires de premier et de deuxième cycle dans les domaines de l'économie et de la gestion et dans une moindre mesure dans les domaines scientifiques et techniques ont un effet positif sur la croissance, alors que l'éducation dans d'autres domaines n'a pas d'effet. Dans une étude sur 215 entreprises informelles en Jamaïque, (Honig 1998) a supposé que l'effet de l'éducation sur les performances varie selon le nombre d'employés et l'intensité technologique. Les conclusions de (Honig 1998) ont été conformes aux prédictions théoriques puisque le niveau d'enseignement supérieur n'a eu de l'effet que sur les performances des entreprises avec employés. Par ailleurs, l'éducation n'a eu un effet important que dans les niveaux technologiques inférieurs.

Si les résultats empiriques ont montré des effets de l'éducation sur la survie et la croissance, d'autres études ont indiqué qu'elle peut être un indicateur de qualité facilement observable permettant d'atténuer l'incertitude inhérente à la création de l'entreprise. (Shane et Khurana 2003) ont constaté un effet positif et significatif du rang universitaire le plus élevé sur la probabilité de création de l'entreprise. (Davidsson et Honig 2003) ont conclu que chaque année de scolarité supplémentaire augmente la probabilité d'être un entrepreneur par un facteur de 1.18, toutefois ils ne constatent aucun effet de la scolarité sur l'exploitation

réussie et la déclaration d'un bénéfice. L'étude de (Nanda 2008) indique que les personnes moins aptes en termes de niveau éducatif, plutôt que celles moins riches sont peu susceptibles de devenir entrepreneur lors de l'augmentation du coût du financement⁹¹. Ainsi il apparaît que le niveau éducatif détermine plus l'acte entrepreneurial que la richesse personnelle. Par ailleurs, face à la complexité de la tâche de création d'entreprise, une spécialisation éducative peut ne pas suffire. Les conclusions de (Gruber, MacMillan, et Thompson 2012) sur 348 entreprises financées par CR en Allemagne indiquent que c'est seulement le niveau d'éducation diversifiée qui influe l'identification des opportunités. Ces conclusions sont conformes à celles de (Franke et al. 2008) qui suggèrent que la présence d'équipes hétérogènes est souhaitable par rapport aux équipes ayant une formation d'ingénieur ou de gestionnaire.

Au-delà des effets sur la création d'entreprise, des chercheurs ont examiné le rôle que peut avoir l'éducation sur l'évaluation par les SCR. (Hisrich et Jankowicz 1990) ont utilisé la grille de répertoire pour donner un aperçu du processus de décision en matière de CR. Leurs résultats confirment les préférences des SCR pour les directeurs ayant une formation technique de haut niveau. Ces résultats sont conformes à ceux de (Franke et al. 2008) qui ont indiqué que l'éducation est le deuxième critère derrière l'expérience industrielle en termes d'importance sur le processus d'évaluation par CR et à ceux de (Franke et al. 2006) qui ont conclu que les SCR financent les entreprises selon leur degré de similitude éducative avec elles.

Les effets de l'éducation ne se reflètent pas que dans les préférences des SCR en matière d'évaluation, mais aussi en termes d'effets sur les montants de financement obtenus. C'est ce qu'indique l'étude de (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) sur un échantillon de 1849 créateurs d'entreprises allemands et celle de (Coleman et Robb 2009) sur des données issues de l'enquête Kauffman portant sur 4928 entreprises américaines. Ces conclusions se sont toutes avérées être conformes avec les études de (Gimmon 2006), (Levie et Gimmon 2008) sur un ensemble d'entreprises du Proche-Orient, avec celles de (Njubi 2018) sur des SCR au Kenya et enfin avec les résultats de (Honjo 2021) sur des données d'un ensemble d'entreprises fondées dans les secteurs de la fabrication et des TIC au Japon. Si ces chercheurs ont montré que l'éducation est positivement corrélée avec l'obtention d'un financement, d'autres ne sont pas arrivés aux mêmes conclusions. (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) ont indiqué que les

⁹¹ À contrario, une personne qui a obtenu un diplôme universitaire voit ses chances d'entrepreneuriat augmenter de 300% (Nanda 2008).

études universitaires sont liées à la poursuite d'une stratégie innovante, toutefois elles n'ont pas d'effet sur l'obtention d'un financement. (Cassar 2004) ont démontré que des différences dans le niveau d'éducation ne semblent pas influencer différemment sur les probabilités de financement. (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) ont indiqué que ni le niveau d'éducation, ni un diplôme de l'enseignement supérieur ne peuvent prédire le financement par CR. L'étude récente de (Ismail et Medhat 2019) menée sur 200 entrepreneurs égyptiens financés par CR a confirmé ces effets mitigés de l'éducation sur la décision de financement. (Stiglitz 2000) attribue cet effet insignifiant de l'éducation au gap entre ce que l'on étudie et son emploi réel.

Comparativement aux études dans le contexte d'une perspective décisionnelle, celles qui ont adopté une perspective de signal ont toutes abouti à un effet significatif de l'éducation sur le financement par CR. (D. H. Hsu 2007) a conclu que face à l'incertitude qui caractérise les industries émergentes, le signal du diplôme de doctorat peut être important pour attirer les investisseurs en CR. (Gimmon et Levie 2010) dans leur étude sur 193 start-up technologiques ont montré que les entrepreneurs ayant un titre de doctorat ou de professeur ont plus de chances d'attirer des investisseurs extérieurs que les entrepreneurs sans statut universitaire. (Patzelt 2010) a indiqué que la formation en gestion n'a de l'effet sur l'acquisition de CR qu'au sein des grandes équipes de gestion là où les problèmes de communication et de coordination sont à leur paroxysme. (Ko et McKelvie 2018) ont conclu que chaque année de scolarité en plus conduit à un financement de 1.09 millions de \$ supplémentaires pour la nouvelle entreprise. L'étude de (Ko et McKelvie 2018) a également mis en évidence la persistance de ce signal dans les stades de financement ultérieurs. Dernièrement, (Nigam, Benetti, et Johan 2020) dans le contexte de l'industrie indienne du CR ont conclu que les diplômes obtenus des établissements d'enseignement d'élite avaient un impact positif sur l'accès au financement par CR.

Ainsi, face à l'incertitude qui caractérise les premières phases de financement, il apparaît que le niveau d'éducation fournit un signal positif aux investisseurs quant à la qualité inobservable de la start-up (Ko et McKelvie 2018; Gimmon et Levie 2010). Pour (Patzelt 2010) l'éducation constitue un signal important pour les investisseurs car elle permet aux individus d'accumuler un stock de compétences et de connaissances qui intégré dans un contexte organisationnel peut constituer une ressource précieuse, non imitable, et non substituable qui est source d'avantage concurrentiel pour l'organisation. Par conséquent, un entrepreneur ayant un niveau d'éducation élevé signale à une SCR la poursuite d'une opportunité entrepreneuriale viable en raison d'un coût d'opportunité résultant de meilleures

possibilités d'emploi (Ko et McKelvie 2018). Autrement dit, les entrepreneurs ayant un niveau d'éducation élevé ne décident de se lancer dans une activité entrepreneuriale que si elle présente une certaine attractivité.

Bien que ces études aient mis en évidence un effet de signal de l'éducation, elles n'ont toutefois pas indiqué si l'éducation intègre les caractéristiques suggérées par (M. Spence 1973). Le coût du signal de l'éducation se reflète dans la renonciation à un emploi et l'engagement dans un processus entrepreneurial dont les débouchés sont incertains. Ce coût peut être amplifié si on considère que l'éducation facilite les perspectives d'emploi (Ko et McKelvie 2018). Par ailleurs, la perception du signal de l'éducation ne devrait pas poser de problème à l'égard des propos de (Davidsson et Honig 2003) qui indiquent que les informations sur l'éducation sont véhiculées via des documents écrits officiels (Diplômes) des établissements d'enseignements.

1.1.3. L'expérience en matière de gestion

L'expérience en matière de gestion peut avoir plusieurs sources. Pour (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) elle peut résulter de parents propriétaires d'entreprise, d'expérience professionnelle dans une entreprise à but non lucratif, du recours à des conseillers professionnels, de la participation de partenaires ou encore de la propre expérience de l'entrepreneur en matière de gestion. Dans notre cadre, elle fait référence à l'expérience acquise de la gestion d'une entreprise.

(Tykvová 2000) indique que la plupart des jeunes entreprises innovantes sont gérées par leurs propriétaires, ainsi le mauvais niveau de gestion du fondateur peut constituer un obstacle à la réussite du démarrage ou à l'expansion d'une entreprise innovante, car il s'agit très souvent d'un scientifique sans expérience commerciale ou avec une expérience insuffisante. Par ailleurs, dans la sélection des opportunités d'investissement le risque de gestion est la source d'incertitude la plus fréquente que l'investisseur en CR identifie (Lindqvist et Mijovski 2012). (S. N. Kaplan et Stromberg 2001) ont montré que dans 14% des investissements, l'investisseur en CR joue un rôle important en s'assurant que l'entreprise dispose de la bonne équipe de direction avant d'investir. (Plummer, Allison, et Connelly 2016) indiquent donc que l'expérience de gestion peut constituer un signal dans le sens où il démontre à l'extérieur la qualité inobservable d'une entreprise et les compétences que les entreprises de moindre importance n'ont pas. Ainsi un entrepreneur de moindre qualité serait incapable de signaler une telle dotation étant donné les exigences en matière de temps et de compétences liées à l'acquisition de l'expérience de gestion.

Le fait d'avoir déjà dirigé une entreprise permet de signaler des connaissances et des compétences sur le fonctionnement des entreprises et leur gestion. Pour (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) l'expérience de gestion permet de développer des contacts avec les clients et les fournisseurs potentiels, comme elle permet de faire face à la vaste gamme de problèmes auxquels sont confrontées les nouvelles entreprises. (Patzelt 2010) estime que les compétences de leadership acquises par le fondateur lors de la formation de gestion peuvent être particulièrement importantes pour faciliter la coordination, atténuer les conflits et améliorer la cohésion de l'équipe de gestion. (Plummer, Allison, et Connelly 2016) indiquent que l'expérience de gestion peut aider les entrepreneurs à identifier les meilleures opportunités et éviter les opportunités inférieures. (Mitchell 1997) suggère que cette expérience peut démystifier les responsabilités associées à la gestion d'une entreprise, en libérant du temps et des ressources et en améliorant la probabilité que les dirigeants ne soient pas victimes de faux pas. Enfin (Gruber, MacMillan, et Thompson 2012) indiquent que les personnes ayant cette expérience sont susceptibles d'avoir développé une perspective holistique qui tend à élargir plutôt qu'à restreindre leur vision, ce qui leur offrent une plus grande capacité d'identification des opportunités.

Au-delà de l'identification des opportunités, un certain nombre d'études ont mis en évidence le rôle que peut avoir l'expérience de gestion sur l'évaluation et l'obtention d'un financement par CR. L'importance de l'expérience de gestion est ressortie des entretiens menés par (Hisrich et Jankowicz 1990) avec cinq SCR. L'étude de (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) indique qu'au-delà des effets sur la survie, des compétences en matière de direction étaient associées à des montants de financement plus importants. (Dittmann, Maug, et Kemper 2004) indiquent que 34% des 53 SCR allemandes de leur échantillon ont affirmé qu'elles évaluaient la qualité de gestion. (Franke et al. 2006) ont conclu que les SCR préfèrent les équipes ayant une expérience dans la direction. L'étude ultérieure de ces auteurs indique que l'expérience en matière de direction se classe quatrième sur une échelle de sept critères utilisés par les SCR pour évaluer les équipes de démarrage (Franke et al. 2008). Ces conclusions en termes d'effet sur l'évaluation furent confirmées par l'étude de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) sur 102 nouvelles entreprises françaises. Toutefois (Franke et al. 2008) ont apporté une précision supplémentaire en indiquant qu'il suffit seulement que quelques membres de l'équipe la possèdent. Au-delà de la taille de l'équipe, (A. Zacharakis et Shepherd 2005) ont mis en évidence d'autres déterminants permettant une meilleure

valorisation de l'expérience de gestion. C'est le cas de la taille du marché et de l'intensité concurrentielle qui favorisent la création d'une dépendance à l'égard d'un leader.

Dans leur étude sur 173 jeunes entreprises de la Silicon Valley, (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) ont opérationnalisé l'expérience en matière de gestion en tant que variable de contrôle et ont conclu qu'elle était associée à plus de chances de financement externe. Une étude ultérieure dans le même contexte indique que l'expérience de direction au sein des équipes fondatrices augmente la probabilité de financement par CR de 33% et la probabilité d'introduction en bourse de 43% (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007). Des conclusions plus pessimistes en termes de probabilité de financement furent apportées par (Plummer, Allison, et Connelly 2016) dans leur échantillon de 986 entreprises exerçant dans l'état de l'Oklahoma, toutefois ces conclusions ne sont pas imputables à la nature de l'échantillon, mais à l'absence d'interaction de ce signal avec celui de l'affiliation avec une organisation de développement de l'entreprise⁹². En dehors des États-Unis, des résultats similaires ont été rapportés par (M. G. Colombo et Grilli 2009) dans leur échantillon de 439 entreprises de haute technologie italiennes, par (Gimmon et Levie 2010) sur un échantillon de 193 start-up de haute technologie issues du Proche-Orient et par (Dhochak et Sharma 2016) sur des SCR indiennes. Le manque de pertinence de la capacité de gestion dans ces études a été expliqué par (Bliss 1999) en faisant référence à la difficulté d'évaluation des capacités de gestion dans les économies en transition en raison de la brièveté des antécédents des entrepreneurs.

1.1.4. L'effet de l'expérience professionnelle antérieure

L'expérience professionnelle inclut l'expérience pratique du fondateur ou de l'équipe fondatrice qui a eu lieu sur le lieu du travail (Marvel et Lumpkin 2007). Les études ayant examiné l'influence de l'expérience professionnelle ont démontré qu'elle a des effets sur plusieurs variables.

Les chercheurs qui se sont interrogés sur l'origine des nouvelles entreprises innovantes ont conclu qu'elles sont issues directement ou indirectement d'entreprises établies (J Freeman 1986). (Cooper 1985; P. B. Robinson et Sexton 1994) ont indiqué qu'elles sont fondées par des personnes ayant une expérience professionnelle antérieure. (Vesper 1980; Bhidé 1999) ont tous les deux conclu que le plus grand nombre d'idées de création d'entreprises provient d'un emploi précédent. (Timmons et Bygrave 1986) indiquent qu'un grand nombre d'études

⁹² Les résultats de (Plummer, Allison, et Connelly 2016) indiquent que sans le signal de l'affiliation à une organisation de développement de l'entreprise, l'expérience de gestion est associée à une probabilité de financement par CR de 5.4%, toutefois lorsqu'une telle affiliation est mise en évidence, la probabilité de financement est 44% plus élevée.

ont démontré que plus de 90% des fondateurs créent souvent leur entreprise sur le même marché et dans le même secteur que celui dans lequel ils travaillaient auparavant. On pourrait donc s'attendre à un effet de cette expérience sur la création d'entreprises. Toutefois, les conclusions des expérimentations empiriques récentes suggèrent l'existence d'un effet mitigé. Si (Davidsson et Honig 2003) ont abouti à une faible corrélation, (Marvel et Lumpkin 2007) ont validé partiellement les effets en termes de profondeur de l'expérience, mais n'ont trouvé aucun effet significatif pour la diversité de l'expérience. Ces résultats pourraient être liés à la nature de l'expérience professionnelle. (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) indiquent qu'une expérience professionnelle dans des entreprises de premier plan est liée à la création d'une entreprise innovante.

Au-delà des effets en termes de création d'entreprise, l'existence de similitudes entre l'environnement de travail de l'entrepreneur et l'environnement de travail auquel il a été confronté dans son emploi précédent peut avoir un effet sur l'amélioration de ses performances (Chandler 1996). (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988) indiquent que les fondateurs qui avaient travaillé dans une organisation utilisant une technologie similaire et servant un marché similaire avaient tendance à avoir plus de succès. (Cooper et Bruno 1977) indiquent que les entreprises qui réussissent sont plus susceptibles d'être issues de grandes firmes en raison des compétences qu'acquièrent les entrepreneurs au sein de ces dernières. (Bekaddour et Benhabib 2021) dans une étude menée dans le contexte algérien concluent que l'expérience professionnelle préalable est positivement corrélée avec la croissance de la start-up. (Roure et Maidique 1986) constatent que les fondateurs qui ont déjà travaillé ensemble dans la même organisation pendant six mois au moins réussissent mieux. Ces chercheurs indiquent que cette expérience est importante car elle évite le gaspillage de ressources lié à l'intégration de divers membres de l'équipe. (Roure et Keeley 1990) dans une étude portant sur un échantillon plus important comprenant 36 entreprises financées par CR, ainsi que (Eisenhardt et Schoonhoven 1990; Almus et Nerlinger 1999) aboutissent à des conclusions similaires. Ainsi, il apparaît que les avantages d'une expérience préalable commune au sein de l'équipe en termes d'automatisation et de cohésion dans l'exécution des tâches et de réactivité dans la prise de décision l'emportent sur les inconvénients.

L'expérience professionnelle préalable s'est également révélée particulièrement pertinente pour faire face à l'handicap de la nouveauté. (Cressy 1996) a indiqué que les qualifications professionnelles améliorent les chances de survie, (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) ont conclu qu'une expérience de travail dans l'industrie diminue les chances de cessation

d'activité. Les résultats de (Aspelund et Skjevdal 2005) sur 80 start-up scandinaves ont démontré que les équipes hétérogènes disposant d'un bagage fonctionnel avaient des probabilités de survie plus importantes. (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) indiquent que les effets de l'expérience professionnelle ne se limitent pas à l'amélioration des chances de survie, mais ont également un impact puissant sur les montants des investissements obtenus.

L'expérience professionnelle permet donc aux individus de disposer des informations et des compétences qui facilitent la formulation d'une stratégie entrepreneuriale et l'acquisition des ressources (Marvel et Lumpkin 2007). (Mueller, Westhead, et Wright 2012) indiquent qu'un statut de professeur permet aux spins offs universitaires qui ne bénéficient pas des avantages de la proximité spatiale d'obtenir des évaluations plus importantes auprès des SCR. Les conclusions de (M. G. Colombo et Grilli 2009) vont plus loin puisqu'elles indiquent que les années d'enseignement universitaire en gestion et en économie augmentent la probabilité de financement par CR. (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007) ont intégré l'effet de la diversification dans leur examen de l'expérience professionnelle au sein de deux groupes (fondateurs et équipe de gestion⁹³). Leurs résultats ont indiqué que la diversité de l'expérience professionnelle n'a de l'effet sur l'obtention d'un financement par CR que pour les équipes de gestion. Par ailleurs l'expérience professionnelle dans une même entreprise n'avait aucun effet sur le financement et ce dans les deux groupes étudiés. Des études ultérieures qui ont examiné l'effet de l'expérience professionnelle en tant que variable de contrôle ont confirmé son effet négatif sur l'obtention d'un financement par CR (Coleman et Robb 2009; Chan et Park 2015). Une piste⁹⁴ pour éclairer ces résultats se trouve dans l'étude de (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) qui indiquent que ce n'est pas toutes les expériences professionnelles qui sont pertinentes pour l'obtention d'un financement par CR, mais plutôt celles qui émanent d'entreprises de premier plan. Ils suggèrent que la prééminence d'un employeur précédent contribue à réduire la perception d'un manque de tact d'une nouvelle entreprise par les éléments extérieurs (Investisseurs). Les résultats de (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) sur 173 jeunes entreprises de la Silicon Valley confirment cette supposition. Des effets similaires ont été observés dans l'étude de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) qui indique que l'expérience professionnelle dans des entreprises de premier plan accroît les chances de financement par CR de 10%. Ces auteurs ne trouvent cependant pas de corrélation pour l'expérience

⁹³ Selon la définition donnée par (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007) l'équipe de gestion comprend le groupe des fondateurs et des autres personnes recrutées par la start-up.

⁹⁴ Une autre piste se trouve dans l'étude de (Ismail et Medhat 2019) qui n'ont trouvé aucun effet de l'expérience professionnelle diversifiée sur la décision de financement. Ces chercheurs ont suggéré que la non-pertinence de cette expérience peut être liée à l'externalisation croissante des fonctions de la start-up.

professionnelle. Ces résultats concordent avec ceux de (Franke et al. 2008) qui ont indiqué que l'expérience professionnelle se classe en dernier en termes d'influence sur la prise de décision des SCR.

(Burton, Sørensen, et Beckman 2002) indiquent que comparativement à une expérience professionnelle ordinaire, celle qui résulte d'entreprises de premier plan permet aux entrepreneurs de bénéficier des avantages résultants de la centralité des réseaux d'informations de ces entreprises, ce qui permet de diffuser les informations sur les fondateurs et leurs nouvelles entreprises. Ces mêmes auteurs suggèrent donc que l'expérience professionnelle au sein d'employeurs de premier plan peut servir de signal de qualité, en raison des déductions sur la probabilité de création d'une entreprise réussie qu'elle permet.

Nous approuvons l'effet de signal suggéré par (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) car cette expérience est difficile à acquérir, dans le sens où elle exige du temps et qu'elle est indissociable de la personne qui la détient.

1.1.5. L'expérience industrielle

L'expérience industrielle fait référence aux compétences acquises par la création d'une entreprise antérieure dans le même domaine d'activité que la start-up actuelle. Les chercheurs qui ont exploré les effets de l'expérience industrielle ont mis en évidence un ensemble de trois compétences qu'un entrepreneur peut soutirer d'une telle expérience :

- Une connaissance tacite des clients et des facteurs de succès du secteur;
- Une compréhension des opportunités de ce secteur;
- Des liens sociaux avec les parties prenantes importantes.

(Delmar et Shane 2006, 226) soutiennent « *qu'une équipe fondatrice ayant une expérience dans le secteur comprend mieux comment satisfaire la demande des clients dans ce secteur, ces informations ne sont disponibles que grâce à l'exercice d'une activité dans un secteur. La connaissance d'un secteur implique une connaissance des avantages et des inconvénients des divers produits et services ainsi qu'une compréhension de ce qu'il faut offrir comme produit ou service. Une telle connaissance donne l'avantage de pouvoir identifier et développer plus rapidement une stratégie d'entrée sur le marché et de se concentrer sur les étapes pertinentes pour obtenir un résultat positif* ».

L'expérimentation que confère une expérience industrielle antérieure (Ko et McKelvie 2018) permet à l'entrepreneur d'accumuler des connaissances importantes sur les opportunités et les menaces, les conditions de concurrence et les réglementations propres à l'industrie (Kor

2003). Elle donne donc aux individus un cadre cognitif pour résoudre des problèmes dans un domaine qui fait défaut aux novices (Kotha et George 2012), ce qui permet de mieux identifier les nouvelles opportunités et de prendre en conséquence des décisions stratégiques (Patzelt 2010).

Enfin, l'expérience industrielle antérieure indique que les fondateurs peuvent avoir des liens sociaux dans l'industrie. Lorsque des entrepreneurs ont créé des entreprises dans le même secteur d'activité où ils exerçaient, ils peuvent transférer ces liens de leur ancien cadre à leur nouvelle entreprise (Delmar et Shane 2006). Ce transfert sous-tend des collaborations plus faciles avec l'environnement de l'entreprise (Ko et McKelvie 2018), un accès à la légitimité (Delmar et Shane 2006) et aux informations nécessaires pour évaluer les risques de comportement opportuniste et la fiabilité des partenaires commerciaux potentiels (Eisenhardt et Schoonhoven 1996).

Ces diverses compétences que confère une expérience industrielle antérieure suggèrent que celle-ci peut avoir un effet de signal. (Ko et McKelvie 2018) affirment qu'elle constituera un signal important étant donné l'aptitude qu'elle confère aux dirigeants pour surmonter l'incertitude de la commercialisation. (Kotha et George 2012) indiquent que l'expérience industrielle peut constituer un signal de qualité pour les détenteurs de ressources dans un contexte marqué par une grande incertitude et face à la difficulté des propriétaires de ressources d'évaluer les demandes de financement qu'ils reçoivent des entrepreneurs.

Toutefois, aucun de ces auteurs n'a indiqué précisément si l'expérience industrielle est conforme aux caractéristiques du signal suggérées par (M. Spence 1973). Il faut se référer à l'article de (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) pour trouver des preuves d'une telle conformité. (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) indiquent que l'expérience spécifique à l'industrie est coûteuse à construire à partir de zéro et ne peut être transférée indépendamment des personnes qui l'incarnent.

Les études qui ont examiné les effets de l'expérience industrielle ont abouti à des effets multiples sur plusieurs variables (survie, succès, croissance et obtention de financement).

(Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) indiquent que l'absence de savoir-faire spécifique à l'industrie est un facteur déterminant de la responsabilité de la nouveauté. (Claudia B. Schoonhoven 2015) suggère que l'embauche de vétérans ayant une expérience industrielle permet de surmonter la responsabilité de la nouveauté. (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) ont exploité des données rétrospectives issues d'une enquête sur 1849 créateurs d'entreprises en Allemagne et ont conclu qu'une expérience au sein du secteur d'activité est

associée à plus de chances de survie. Des conclusions similaires furent apportées par (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) sur un échantillon de 2994 entreprises qui représentent toutes les industries et les zones géographiques aux États-Unis. Au-delà des effets sur la survie, (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) ont constaté que l'expérience industrielle constitue une ressource clé pour une croissance élevée. (Delmar et Shane 2006) ont adopté une méthodologie différente, qui permet de suivre les entreprises de l'échantillon à partir du moment où elles ont été créées afin de surmonter les limites⁹⁵ des études antérieures. Les résultats qu'ils obtiennent dans le contexte de l'industrie suédoise font état d'un effet négatif de l'expérience industrielle sur la survie. Ils montrent cependant un effet sur la croissance mesurée par le niveau des ventes. Ce résultat est conforme aux conclusions de (Siegel et MacMillan 1993) qui ont constaté que le nombre d'années pendant lesquelles l'entrepreneur a travaillé dans une industrie similaire à celle où il exerce est lié de manière significative et positive à la croissance des ventes. Les conclusions de (Kakati 2003) auprès de 27 investisseurs en CR indiquent que les compétences dans le domaine de l'entreprise font partie des neuf critères qui permettent de distinguer les entreprises qui réussissent. Une méta analyse menée par (Song et al. 2008) sur 32 études indique que l'expérience industrielle fait partie des huit facteurs identifiés qui génèrent le succès.

(Davidsson et Honig 2003) suggèrent que les entreprises lancées par des personnes expérimentées peuvent en moyenne avoir plus de valeur que celles lancées par des personnes sans expérience. Les conclusions de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) sur 102 nouvelles entreprises en France ont confirmé ces prédictions. (Hisrich et Jankowicz 1990) ont mené des entretiens structurés au moyen d'une grille de répertoire afin d'identifier les critères de prise de décision de cinq SCR aux États-Unis. Leurs résultats suggèrent que l'expérience pertinente dans un secteur était un critère très apprécié par les SCR. (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) indiquent qu'il existe une certaine cohérence dans la prise de décision des investisseurs en CR américains avec les investisseurs européens, puisque ces derniers classent l'expérience industrielle parmi les sept premiers critères les plus importants. Ces résultats divergent avec les conclusions ultérieures de (M. G. Colombo et Grilli 2009) sur un échantillon de 439 entreprises de haute technologie italiennes. Ils concordent toutefois avec ceux de (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) et (Franke et al. 2006; 2008) dont les conclusions sur un groupe de 51 investisseurs en CR établis en Allemagne et en Autriche indiquent que

⁹⁵ Parmi ces limites on retrouve, la négligence des entreprises qui ont échoué, le sur-échantillonnage d'entreprises avec des fondateurs expérimentés, limites inhérentes aux méthodes rétrospectives qui ne parviennent pas à saisir les informations clés sur les entreprises ayant échoué (Delmar et Shane 2006).

l'expérience industrielle est de loin la caractéristique la plus importante⁹⁶ pour les SCR. Une étude récente menée en Egypte par (Ismail et Medhat 2019) confirme aussi l'importance de l'expérience industrielle dans le sens où elle multiplie les chances de l'entrepreneur par dix d'obtenir un financement.

Si les études qui ont expérimenté les effets de l'expérience industrielle dans une pure perspective décisionnelle sont arrivées à un certain consensus sur la pertinence de la variable susmentionnée, les études ayant adopté une perspective de signal ont fait état de résultats mitigés.

Dans le contexte de l'industrie du CR indienne, (Nigam, Benetti, et Johan 2020) ont conclu que le signal de l'expérience industrielle n'avait aucun effet sur l'accès à un financement par CR. De leur côté, (Ko et McKelvie 2018) ont examiné l'effet de signal de plusieurs variables du capital humain sur le montant de financement externe dans une perspective de continuité d'exploitation. Leurs résultats ont indiqué une absence d'effet de signal de l'expérience industrielle sur l'obtention d'un financement par CR. Ces conclusions sont similaires à celles de (Patzelt 2010) obtenues sur 117 événements de financement dans l'industrie biotechnologique. Toutefois, (Patzelt 2010) a conclu que la diversité des compétences dont dispose une grande équipe de gestion éclipse l'effet du signal de l'expérience industrielle. Ce résultat est conforme aux conclusions de (Franke et al. 2008) qui indiquent qu'il peut suffire que quelques membres la possèdent et aux propos de (Roure et Keeley 1990) qui notent qu'un groupe doit être suffisamment important pour accomplir sa tâche mais pas beaucoup plus. Ainsi, il apparaît que l'expérience sectorielle ne facilite l'acquisition des ressources que pour les petites équipes de gestion.

Contrairement aux expériences de création d'entreprises qui sont exemptes d'homogénéité, l'expérience industrielle peut avoir un effet de signal non linéaire dans le temps, du fait de la multitude des compétences qu'exige l'acte entrepreneurial (Kotha et George 2012). Ainsi un ingénieur ayant des connaissances de l'industrie peut avoir besoin de personnes ayant des compétences complémentaires en marketing et dans la vente. Les conclusions empiriques de (Kotha et George 2012) se sont révélées conformes à ces affirmations, dans le sens où une relation en forme de U inversé entre l'expérience industrielle et la mobilisation des ressources a été observée. Ces conclusions sont contraires à celles de (Delmar et Shane 2006) qui ne

⁹⁶ L'étude de (Franke et al. 2008) indique que l'expérience industrielle est deux fois plus importante que l'éducation qui se classe deuxième.

constatent aucune diminution de l'effet de signal de l'expérience industrielle au fil du temps sur la croissance.

Une réponse aux résultats mitigés du signal de l'expérience industrielle a été fournie par (Zimmerman et Zeitz 2002) qui suggèrent que l'incertitude associée à une industrie nouvelle peut réduire les effets de légitimité qui sont nécessaires pour l'obtention d'un financement.

1.1.6. L'influence des caractéristiques de l'équipe fondatrice

Les investisseurs en CR estiment que la qualité de l'équipe de direction est l'un des critères les plus importants qui déterminent le succès des nouvelles entreprises (Roure et Maidique 1986). Cette étude aborde l'effet de signal de deux caractéristiques de l'équipe fondatrice à savoir la taille et la complétude de l'équipe.

1.1.6.1. L'influence de la taille de l'équipe fondatrice

Avec la complexité croissante des technologies et de la concurrence sur les marchés, il devient de plus en plus difficile de survivre à un atelier individuel, tout simplement parce que personne ne peut avoir toutes les compétences et connaissances nécessaires pour rivaliser efficacement (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012). (Eisenhardt et Schoonhoven 1990) indiquent que si l'équipe est importante, chacun des multiples fondateurs peut être affecté à la résolution de l'un des problèmes qui pourraient se poser. Comparativement, un fondateur individuel se heurte seul à l'intégralité de ces problèmes. En outre, les fondateurs multiples ont généralement une base de compétence et d'expérience plus large et sont capables de s'apporter un soutien psychologique mutuel et disposent d'une capacité accrue d'examen des propositions selon plusieurs points de vue (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988).

Les études empiriques ont établi un lien entre la taille de l'équipe fondatrice et la réussite de l'entreprise. Dans son étude sur 102 entreprises de semi-conducteurs aux États-Unis, (Eisenhardt et Schoonhoven 1990) ont abouti à une corrélation positive entre la taille de l'équipe et la croissance. Les mêmes conclusions furent apportées par (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) dans son échantillon portant sur 2994 entreprises dans toutes les industries et toutes les zones géographiques des États-Unis. Ainsi la taille de l'équipe offre une panoplie d'avantages dont est tributaire une croissance élevée tels que le capital, l'expérience fonctionnelle et un éventail plus large d'expériences de gestion ainsi qu'une moindre dépendance à l'égard du dynamisme et du jugement d'un seul entrepreneur (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994).

Si la taille de l'équipe est associée à la croissance, les preuves empiriques suggèrent qu'elle est moins liée à la survie (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994; Aspelund et Skjeldal 2005). (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) affirment que 73% des entreprises de leur échantillon ayant cessé leur activité étaient fondées par une équipe. (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) suggèrent que les résultats en termes de survie peuvent être liés aux désaccords qui peuvent survenir entre les membres de l'équipe. (Aspelund et Skjeldal 2005) indiquent que c'est la taille de l'équipe influencée par la variance des compétences qui détermine la survie. Autrement dit, les grandes équipes ne sont avantageuses que si l'on tient compte de l'hétérogénéité des compétences. Ces conclusions sont conformes à celles de (Kakati 2003) qui trouve une corrélation entre les équipes de gestion diversifiées et le succès.

Des études plus récentes ont également examiné les effets résultant de la taille de l'équipe fondatrice sur l'obtention du financement par CR. (J. A. C. Baum et Silverman 2004) dans leur étude sur 204 start-up au Canada ont conclu que des équipes de direction plus importantes étaient positivement corrélées avec l'obtention d'un financement par CR plus important. (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007) concluent que les entreprises du secteur médical aux États-Unis qui ont de grandes équipes fondatrices ont des taux plus élevés de financement par CR et d'introduction en bourse. Pour (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) le fait d'inclure des informations faisant état d'un plus grand nombre de membres de l'équipe de direction dans les documents de planification commerciaux était associé à plus de chances de financement par CR. Les résultats de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) soutiennent que les nouvelles entreprises fondées par des équipes de direction bénéficient d'évaluations plus importantes de la part des SCR. Plus récemment, (Söderblom et Samuelsson 2014) montrent dans le contexte suédois que plus l'équipe est importante au moment de la fondation, meilleure est la situation du point de vue du financement externe.

Ces résultats indiquent l'existence d'un consensus entre les auteurs quant aux effets de la taille de l'équipe sur l'obtention d'un financement par CR. Nous suggérons donc que la taille de l'équipe peut avoir un effet de signal à destination des SCR. En effet, la taille de l'équipe est conforme à la conceptualisation d'un signal suggérée par (M. Spence 1973) puisqu'elle est facilement observable. Par ailleurs, la constitution en équipe implique un coût en termes de charges salariales plus important pour une start-up. Ce coût a été conceptualisé par (Cooper et Bruno 1977) comme un inconvénient de la fondation d'une start-up par une équipe.

1.1.6.2. Le degré de complétude de l'équipe

L'exhaustivité ou la complétude de l'équipe correspond à l'idée de (Hackman 1980) selon laquelle un groupe doit être suffisamment important pour accomplir sa tâche. En outre, plus l'équipe est complète, plus elle a des contacts avec les clients, les fournisseurs, les employés potentiels, les consultants et les investisseurs (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012). Cet argument suggère qu'une équipe complète peut constituer un signal viable à destination des investisseurs.

Le degré de complétude de l'équipe a été mesuré dans les études empiriques de (Roure et Maidique 1986) et (Roure et Keeley 1990) en faisant référence au pourcentage de fonctions essentielles dans la nouvelle entreprise qui sont remplies par l'équipe des fondateurs au moment du financement. Pour (Roure et Maidique 1986) une équipe complète comprend ici comme fondateurs des cadres responsables du marketing, de l'ingénierie, des finances, des opérations. Ainsi l'exhaustivité de l'équipe apparaît comme étant un signal facilement observable et coûteux dans le sens où une équipe de qualité inférieure ne disposerait pas des compétences suffisantes pour occuper l'intégralité des postes clés au sein d'une start-up.

Les études ayant examiné les effets résultant de la complétude de l'équipe, indiquent qu'elle est positivement corrélée avec le succès (Roure et Maidique 1986; Roure et Keeley 1990). La mise en place d'une équipe de gestion équilibrée est l'un des critères importants pour prendre une décision de financement (J. Hall et Hofer 1993). Les résultats de l'étude de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) montrent que le degré de complétude de l'équipe est lié à des évaluations supérieures de la part des SCR. Ces résultats sont conformes aux déclarations des investisseurs en CR : « *si nous passons beaucoup de temps à recruter d'autres gestionnaires pour l'entrepreneur, nous allons certainement l'évaluer à la baisse* ».

Bien que ces études suggèrent un effet positif de l'exhaustivité de l'équipe sur le succès et l'évaluation, les conclusions de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) montrent qu'il n'y aucun effet de corrélation entre la complétude de l'équipe et l'obtention d'un financement par CR. Toutefois ce résultat peut être biaisé, car il a été obtenu dans le contexte de l'étude de l'influence de la forme et du contenu des documents de planification commerciaux sur les décisions de financement. Or l'étude a rejeté toute significativité de ces documents. Dans notre expérimentation empirique nous allons essayer de surmonter ce biais en se concentrant uniquement sur la complétude de l'équipe mesurée par le pourcentage de fondateurs occupants des postes clés dans l'entreprise.

1.1.7. Le capital intellectuel de l'entrepreneur

(Hormiga, Batista-Canino, et Sanchez-Medina 2011) notent qu'à partir de la fin du 20^{ème} siècle, les avantages concurrentiels des pays et des entreprises ont commencé à reposer de moins en moins sur les formes de production traditionnelles, telles que les matières premières ou les capacités physiques de la main d'œuvre. Des auteurs tels que (Bontis, Crossan, et Hulland 2002) et (Bradley 1997) affirment que la tendance actuelle est que les entreprises se concentrent moins sur les actifs matériels et plus sur les actifs immatériels lorsqu'elles cherchent un avantage concurrentiel.

(Stewart 1991) montre que le capital intellectuel est tout ce qui est intangible mais qui peut être utilisé pour gagner de l'argent dans l'entreprise. De même (Lev 2000) considère les ressources immatérielles comme celles qui peuvent générer de la valeur à l'avenir, mais qui n'ont pas de volume financier ou physique. Le capital intellectuel représente donc une ressource précieuse et une capacité d'action fondée sur la connaissance et le savoir (Nahapiet et Ghoshal 1998).

Puisque le capital intellectuel est une capacité d'action fondée sur la connaissance, il y a lieu de s'interroger sur le processus de construction des connaissances. (Nahapiet et Ghoshal 1998) soulignent que les nouvelles connaissances peuvent être créées soit par des changements et des développements progressifs à partir des connaissances existantes, soit par des changements plus radicaux.

S'il existe un consensus sur le processus de construction des connaissances, les chercheurs s'accordent moins sur les détenteurs de ces connaissances. (Simon 1991) affirme que tout apprentissage organisationnel a lieu dans la tête des hommes. Pour celui-ci, une organisation n'apprend que par l'apprentissage de ses membres actuels et nouveaux. (Nelson et Winter 1982) adoptent une position très différente. Ils affirment que la possession des connaissances technologiques est un attribut de l'entreprise dans son ensemble et n'est pas réductible à ce que sait un individu en particulier, ni même à une simple agrégation des diverses compétences et capacités de tous les individus, équipements et installations de l'entreprise.

Notre définition du capital intellectuel est conforme à celle de (Simon 1991). Elle prône donc pour l'intégration de ce concept dans celui du capital humain. Cette intégration est conforme à notre définition de la start-up qui implique une confusion entre celle-ci et l'entrepreneur ou l'équipe fondatrice qui la dirige.

Dans les points qui suivent, nous aborderons les effets de deux attributs du capital intellectuel (les brevets et les marques) sur l'obtention d'un financement par CR.

1.1.7.1. Les brevets

Un brevet est un droit de propriété d'exclusion qui permet au cessionnaire de s'approprier l'invention ou d'en tirer des loyers (Conti, Thursby, et Thursby 2013). Cette définition reflète la perception traditionnelle du brevet en tant que moyen de protection de la PI. (S. J. H. Graham et Sichelman 2008) indiquent qu'il existe au moins dix raisons autres que la protection contre la copie qui incitent au brevetage. Parmi celles-ci on retrouve l'efficacité des brevets en tant que moyen de garantie de l'investissement dans un contexte marqué par l'existence d'asymétrie d'information, qui se classe deuxième sur sept après la protection contre la copie parmi les motifs qui incitent au brevetage⁹⁷ (S. J. H. Graham et al. 2009). Nous définissons donc un brevet comme un mécanisme informationnel qui permet de divulguer publiquement la portée et les caractéristiques d'une invention, en vue de signaler la qualité (Conti, Thursby, et Thursby 2013).

(Long 2002) note que les chercheurs ont négligé la fonction informative des brevets qui peut être plus précieuse pour le titulaire des droits que la substance des droits. En effet, jusqu'au début des années 2000, les droits de PI ont été reconnus comme un critère de sélection pertinent, mais peu important du CR (Hoenig et Henkel 2015). Ce n'est que récemment que l'attention portée au brevet s'est accrue grâce notamment à la mise en évidence de leur efficacité en tant que signal à destination des investisseurs.

La pertinence de l'utilisation des brevets en tant que signal est justifiée par la difficulté d'évaluation des entreprises émergentes par les investisseurs externes (Hoenen et al. 2014). Contrairement à une entreprise établie où sa qualité peut se refléter dans la conception de ses produits et services, dans les compétences de ses employés... (L. Zhang, Guo, et Sun 2019), les start-up n'ont généralement pas d'antécédents. Le seul moyen de mettre en évidence leurs qualités technologiques dans un contexte marqué par une asymétrie d'information est donc le signal. Ainsi la propriété des brevets peut signaler le potentiel d'une entreprise à des investisseurs externes par le biais d'un accès aux marchés stratégiques, d'une protection de leur marché (L. Zhang, Guo, et Sun 2019) et de développement futur avec une valeur commerciale (Hoenen et al. 2014). Le dépôt d'une demande de brevet par un entrepreneur, informe donc que la start-up a suffisamment mûri pour investir dans la protection de la technologie qu'elle a développée (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014).

⁹⁷ Selon (S. J. H. Graham et al. 2009) le fait que la protection contre la copie se classe ici première peut être lié à un biais de réponse socialement souhaitable.

(Greenberg 2013; Hoenen et al. 2014; Hoenig et Henkel 2015) suggèrent que les brevets sont conformes à la conceptualisation originale d'un signal de (M. Spence 1973). Il apparaît ainsi qu'une demande de brevet est coûteuse dans le sens où une entreprise de mauvaise qualité ne s'y risquerait pas en raison de critères de brevetage exigeants : ainsi l'invention doit être nouvelle et susceptible d'application industrielle. La préparation des demandes de brevets exige des efforts et du temps, car les demandes doivent suivre des directives strictes et décrire les informations techniques en détail (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014). Le dépôt de brevet est assez coûteux car les demandeurs doivent couvrir les frais, les coûts de traduction ainsi que les honoraires des avocats spécialisés dans les brevets (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014). (S. J. H. Graham et al. 2009) suggèrent que le coût réel d'un brevet est de 38 000 \$, ce qui est loin des 20 000 \$ indiqués par la littérature antérieure (S. J. H. Graham et Sichelman 2008). En Europe, (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) indiquent que le coût d'un brevet est de 32 000 €.

Le brevet est également conforme au concept d'observabilité, (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) ont souligné qu'une SCR peut être en mesure d'obtenir une évaluation raisonnable de la qualité d'un brevet avant que cette dernière ne soit révélée publiquement⁹⁸, soit par sa propre expertise en matière de lecture des signaux ou en faisant appel à des experts externes tels que des conseils en brevets.

Le concept d'observabilité du brevet suggère que les demandes de brevets et les brevets obtenus peuvent tous deux être pertinents pour signaler la qualité d'une start-up auprès d'une SCR. (J. A. C. Baum et Silverman 2004) ont constaté que les SCR sont plus susceptibles de financer les start-up qui ont remporté plus de courses aux brevets dans le passé et celles qui sont en tête de la course. La neutralité des effets des deux mesures de brevet peut être liée au fait que 95% des brevets américains déposés sont finalement acceptés (Conti, Thursby, et Rothaermel 2013). (Greenberg 2013) ne partage pas cette opinion et suggère qu'en présence d'asymétrie d'information, les brevets délivrés devraient être plus pertinents. L'argument sous-jacent suggère que les entrepreneurs de qualité supérieure par crainte d'être expropriés tendent à restreindre davantage que les entrepreneurs de moindre qualité leur divulgation d'information. Les investisseurs ne peuvent alors pas former des attentes correctes, ce qui entraîne une sélection adverse et une évaluation globale plus faible. L'étude empirique de (Greenberg 2013) n'a cependant pas confirmé cette hypothèse dans le sens où le doublement

⁹⁸ (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) distinguent trois contextes où une révélation publique peut avoir lieu : lorsque le rapport de recherche est rendu public, lorsque le brevet est délivré et lorsqu'il fait l'objet d'une opposition.

du stock de demandes de brevet a été associé à une augmentation de 46% de la valeur contre seulement une augmentation de 30% dans le cas des brevets délivrés. Des conclusions plus extrêmes furent apportées par l'étude de (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) qui ne constate aucun effet des brevets délivrés sur les chances d'obtention d'un financement par CR. Ces auteurs suggèrent que ces résultats ne sont pas surprenants du fait des longs délais de la procédure d'examen dans les principaux offices des brevets. Dans leur étude ultérieure (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014) ont indiqué que l'octroi d'un brevet ne peut contenir d'informations surprenantes si une SCR a examiné la demande de brevet et le rapport de recherche et est parvenue à une évaluation positive avec suffisamment de confiance. Enfin, l'absence de significativité d'un brevet délivré peut refléter l'inactivité de la start-up (Hoenen et al. 2014). (Mann et Sager 2007) ont été les rares à avoir obtenu des effets significatifs pour les brevets obtenus dans le sens où ils étaient corrélés avec plusieurs variables de performance (cycle de financement, montant total de financement obtenu, statut de sortie de l'entreprise, longévité de l'entreprise). Les résultats en matière de longévité sont conformes à ceux de (Shane et Stuart 2002).

Ainsi, il semble que la littérature ait avantageé l'étude de l'effet des demandes de brevets sur l'obtention d'un financement par CR. (Hoenen et al. 2014) dans leur étude sur 580 entreprises de biotechnologie aux États-Unis ont conclu qu'une demande de brevet avant le premier tour de financement augmente le montant de fonds levés par une entreprise de 7.7% soit une augmentation monétaire de l'ordre de 557 333\$. Les conclusions de (Zhou et al. 2016) sont plus optimistes, dans le sens où une demande de brevet est associée dans leur échantillon de 299 start-up en phase de démarrage aux États-Unis à une probabilité d'obtention de financement 51.7% plus élevée. (Mueller, Westhead, et Wright 2012) ont constaté que les Spins offs universitaires situés en dehors du sud-est de l'Angleterre compensent l'absence d'avantages en termes de proximité spatiale avec les SCR par le dépôt de brevet. (Cockburn et MacGarvie 2009) suggèrent que les start-up opérant sur des marchés caractérisés par un maquis de brevets voient leur premier tour de financement retardé. Leurs résultats indiquent cependant que les start-up possédant des brevets en instance sont plus susceptibles de recevoir un financement. (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2009) dans leur étude sur un échantillon de start-up Allemandes et Britanniques ont conclu qu'une demande de brevet est associée à l'obtention d'un financement par CR en moyenne 78% plus rapidement. Dans leur étude ultérieure (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014) apportent des précisions quant aux facteurs conduisant à cette rapidité. Ils indiquent que si le processus d'octroi d'un brevet révèle des

informations positives (opposition) concernant les brevets, le délai avant obtention d'un financement de CR diminue, à l'inverse, s'il révèle des informations négatives (retard dans la publication du rapport de recherche) le délai augmente.

Un certain consensus apparaît donc dans la littérature quant à l'effet positif des brevets sur l'obtention d'un financement par CR. Toutefois, des preuves empiriques remettent en cause cet effet. (Harhoff et al. 1999) ont montré que très peu de brevets ont une grande valeur. Par conséquent, la demande de brevet en soi peut être d'une valeur limitée pour identifier des cibles d'investissement particulièrement prometteuses.

Un tel effet négatif peut être lié à l'incomplétude du signal de brevet. (Audretsch, Bönte, et Mahagaonkar 2012) suggèrent que si les brevets permettent d'estomper les doutes concernant la qualité d'une entreprise, il peut y avoir toujours un doute concernant la faisabilité. C'est ainsi que ces auteurs ont suggéré que le signal d'appropriation des bénéfices du brevet doit être accompagné par le signal de la faisabilité du prototype. Leurs résultats ont confirmé ces hypothèses, dans le sens où les start-up qui utilisent uniquement le brevet n'ont aucune chance d'obtenir un financement par CR. Comparativement, les start-up qui signalent à la fois l'existence de brevets et de prototypes accroissent leur chance de financement de 26.5%. Des effets similaires de complémentarité des brevets et des marques furent apportés par (Zhou et al. 2016) qui indiquent que le fait de se concentrer sur ces droits de la PI individuellement réduit les chances d'obtention d'un financement par CR.

Face à l'incomplétude suggérée de la demande de brevet, (Haeussler, Harhoff, et Mueller 2014) ont conclu que c'est le processus de brevetage dans son intégralité qui devrait influencer le financement par CR, au vu des informations supplémentaires qu'il génère et qui sont susceptibles de fournir une image plus claire.

L'effet contesté de la demande de brevet peut être aussi lié à la focalisation de la SCR sur la quantité que sur la qualité des brevets. (Engel et Keilbach 2007) ont constaté que les entreprises ayant un nombre plus important de demandes de brevets ont une plus grande probabilité d'obtenir du CR. Ces entreprises se voient également bénéficier d'évaluations plus élevées. (D. Hsu et Ziedonis 2007) indiquent qu'un doublement du stock de demandes de brevets d'une nouvelle entreprise est associé à une augmentation de 28% de la valeur. Ainsi, l'activité de brevetage semble influencer l'intensité des investissements en CR. (Nadeau 2010) a conclu qu'un taux de brevetage de 32% signifie que les entreprises technologiques devraient attirer en moyenne quatre investisseurs en CR de plus qu'une entreprise qui ne se livre pas à une activité de brevetage. (J. Zhang, Soh, et Wong 2010) indiquent qu'un niveau plus élevé de

brevetage augmente la possibilité d'acquisition des ressources. (Chan et Park 2015) dans leur étude sur l'effet des images et des couleurs, ont modélisé les brevets en tant que variable de contrôle, ce qui leur a permis de constater que les entreprises ayant un plus grand nombre de brevets étaient associées à une plus grande favorabilité de la part de la SCR. Dans le contexte de l'introduction en bourse, (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999) ont constaté que chaque brevet supplémentaire améliore le taux d'introduction en bourse par un facteur de 1.11.

Par ailleurs, l'investisseur en CR est souvent qualifié d'investisseur actif, son immixtion dans la gestion d'une start-up peut donc augmenter la performance de celle-ci en matière de production de brevets. Des conclusions antérieures dans 20 industries et sur trois décennies ont indiqué qu'un dollar de CR est sept fois plus puissant pour stimuler le brevetage qu'un dollar de R&D (Kortum et Lerner 2000). L'hypothèse sous-jacente indique que la SCR prête peu d'attention au signal du brevet. L'étude récente de (Lahr et Mina 2016) a toutefois aboutit à un effet contraire à celui suggéré par l'hypothèse⁹⁹. En effet, l'enquête auprès de 3669 entreprises américaines et britanniques a indiqué que le brevetage attire les investisseurs en CR et que l'effet est particulièrement fort pour l'indicateur des demandes de brevets qui signale un fort potentiel d'innovation dans les entreprises de portefeuille.

Une hypothèse plus probable sur l'effet contesté des demandes de brevets peut être liée à l'importance variable des brevets selon les secteurs. (Greenberg 2013) suggère que la demande de protection par brevet est moins susceptible d'être associée à une valeur d'invention élevée dans le cas de produits complexes et d'industries logicielles¹⁰⁰ que dans d'autres secteurs tels que les industries de produits discrets où ces derniers sont couverts par un petit nombre de brevets et offrent une protection plus forte contre les infractions commises par les concurrents. Les suggestions de (Greenberg 2013) sont conformes aux données de (Mann et Sager 2007) qui indiquent que les 877 entreprises logicielles de leur échantillon avaient 2.92 brevets en moyenne contre 9.76 brevets en moyenne pour les 212 entreprises de biotechnologie. Les conclusions empiriques de (Greenberg 2013) ont étayé les suggestions précédentes. L'impact des demandes de brevets s'est avéré être plus fort pour les entreprises actives dans les sciences de la vie et plus faible dans le cas des entreprises de semi-conducteurs. Pour les entreprises logicielles, les demandes de brevets n'ont pas d'impact significatif sur les évaluations. Ces conclusions sont conformes à celles de (S. J. H. Graham et

⁹⁹ (Lahr et Mina 2016) ont constaté un effet négatif du CR sur les futures demandes et délivrances des brevets des entreprises bénéficiaires. La diminution de la production technologique après investissement de CR est interprétée comme une évolution positive des perspectives de croissance d'une entreprise.

¹⁰⁰ Les produits logiciels peuvent être protégés par d'autres types de droit de PI (droits d'auteurs, secrets commerciaux).

al. 2009) qui a constaté que dans le domaine des logiciels et de l'internet les brevets sont moins utiles. (S. J. H. Graham et al. 2009) notent toutefois que les entreprises financées par CR détiennent davantage de brevets, quel que soit le secteur. (Montgomery et Lieberman 1988) associent ces variations des effets des brevets à leur faible protection, à leur facilité d'invention, à leur valeur transitoire engendrée par le rythme de l'évolution technologique, ainsi qu'au temps et au coût requis pour l'imitation.

Le stade de financement par CR peut également constituer une variable explicative à l'effet mitigé des demandes de brevets. Plusieurs études (D. Hsu et Ziedonis 2007; Greenberg 2013; Hoenen et al. 2014; Conti, Thursby, et Thursby 2013) ont conclu que dans les stades ultérieurs de financement par CR, les brevets ont tendance à perdre leur valeur de signal en raison de la diminution de l'asymétrie d'information et de la présence d'indicateurs plus pertinents qui reflètent la valeur sous-jacente de l'entreprise.

Enfin, cet effet mitigé peut être lié au signal même qu'envoie le brevet. (L. Zhang, Guo, et Sun 2019) indiquent qu'un brevet peut envoyer trois types de signaux dont l'influence sur les décisions de financement par CR est susceptible de varier. Les résultats qu'ils apportent dans le contexte de la Chine et dans le cadre de l'industrie de biopharmaceutique indiquent que le signal juridique a la plus grande influence sur les niveaux de financement par CR, suivi des signaux technologiques quant aux signaux commerciaux c'est ceux qui ont le moins d'impact. Ces conclusions sont conformes à celles de (Hoenig et Henkel 2015) qui ont conclu que les SCR n'apprécient les brevets que dans leur fonction de droits de propriété. Autrement dit, elles n'accordent de l'importance qu'à la fonction de protection que confère le brevet.

Cette revue de littérature suggère qu'à l'exception de quelques variables (secteurs, stade de financement), les effets négatifs des demandes de brevets n'ont pas été confirmés par des preuves solides. Ainsi nous suggérons que le signal de demande de brevet devrait être particulièrement efficace pour opérer un équilibre de séparation entre start-up de haute et de moindre qualité. Il permettra donc à des start-up innovantes¹⁰¹ postulant à un financement par CR au stade de démarrage de l'obtenir. Ainsi, conformément à (Nadeau 2010) nous suggérons que les start-up et les SCR devraient respectivement s'engager dans le brevetage et l'inclure comme critère d'évaluation formel, et ce pour plusieurs raisons :

- Le brevetage permet d'améliorer la capacité des start-up à attirer davantage d'investisseurs en CR;

¹⁰¹ Le terme start-up innovante fait référence à une start-up concourant à l'introduction d'un produit distinct. Une telle précision s'avère nécessaire compte tenu de l'effet positif en termes d'évaluation par CR pour les start-up opérant dans de tels secteurs (Greenberg 2013).

- Le brevetage par sa faculté de protection donne à l'entreprise une plus grande marge de manœuvre pour développer son activité et atténuer le risque de dépassement technologique résultant de ressources financières insuffisantes;
- Les brevets peuvent réduire le risque de sélection adverse et d'échec à court terme.

1.1.7.2. Les marques

Comparativement aux brevets, les recherches sur l'effet de signal des marques sont peu abondantes. À notre connaissance, il n'y a que l'étude de (J. H. Block et al. 2014) et celle de (Zhou et al. 2016) qui ont étudié leurs effets dans le domaine du CR. Cela est surprenant car contrairement aux brevets, les marques sont connues pour viser un large public. Ces suggestions furent confirmées par les données de (J. H. Block et al. 2014) portant sur 2341 start-up américaines où ils constatent que 58.9% de cet échantillon ont déposé des marques et 47.2% ont déposé des brevets.

(Block et al. 2014, 3) définissent la marque comme *«un signe distinctif qui identifie certains produits ou services comme étant ceux produits ou fournis par une personne ou une entreprise spécifique»*. Pour ces derniers, une marque est généralement un mot, une phrase, un symbole, un logo, mais elle peut également refléter une couleur, un son, une odeur, pour autant qu'une représentation graphique soit possible. Ainsi une marque possède un fort pouvoir distinctif.

Au même titre que les brevets, les marques peuvent jouer un important rôle de signal dans un contexte marqué par une asymétrie d'information. Dans son article fondateur sur le problème de l'adverse sélection, (Akerlof 1970) indique que les marques peuvent contrecarrer l'incertitude sur la qualité grâce au pouvoir qu'elles donnent aux consommateurs de se venger si la qualité ne répond pas aux attentes. (H. Aldrich et Auster 1986) ont suggéré que les marques peuvent être un mécanisme efficace pour surmonter la responsabilité de la nouveauté.

Les études récentes bien qu'elles aient abordé les effets des marques, n'ont toutefois pas examiné leurs rôles de signal. Il faut se référer à l'article de (Rao, Qu, et Ruekert 1999) pour trouver des preuves sur un tel effet.

(Rao, Qu, et Ruekert 1999) soulignent qu'une grande partie de la littérature indique que la capacité d'une marque à signaler une qualité non observable est basée sur la perte potentielle des investissements antérieurs liés à la réputation de la marque. Un tel constat suggère l'exclusion des jeunes entreprises du recours à un tel signal. (Rao, Qu, et Ruekert 1999)

indiquent toutefois qu'une marque sans réputation peut signaler la qualité car elle expose les ventes et les profits futurs à des risques.

Ainsi conformément à (Rao, Qu, et Ruekert 1999) une marque devrait être utile car elle est une source d'information qui identifie le fabricant, cette identification devrait limiter toute tendance de la part des fabricants de produits de faible qualité à revendiquer une qualité élevée parce qu'un tel comportement lorsqu'il sera détecté peut faire l'objet de sanctions de la part des consommateurs, qui peuvent aller de la simple sortie du marché à un bouche-à-oreille négatif ou à l'appel à une action réglementaire. Parfois, le résultat négatif peut s'avérer disproportionnellement sévère, dans le sens où la marque fautive peut se retrouver dans une situation où elle n'aura aucun client. Ainsi une fausse allégation de qualité élevée peut mener son initiateur à une situation pire que celle d'une entreprise de faible qualité (Rao, Qu, et Ruekert 1999).

Ainsi le pouvoir de signalisation d'une marque peut émerger de deux sources (Rao, Qu, et Ruekert 1999) :

- Les signaux dissipatifs qui impliquent une dépense initiale pour la construction de la réputation qui sera perdue si la qualité s'avère médiocre.
- Les signaux non dissipatifs qui n'impliquent aucune dépense initiale mais mettent seulement en danger les bénéfices futurs.

Pour une start-up sans antécédents, il est donc question des signaux non dissipatifs résultant d'une marque.

Les études ayant examiné les effets des marques dans le cadre du financement par CR ont abouti à des conclusions similaires. (Zhou et al. 2016) constatent un effet positif significatif de la demande de marque sur le montant de financement par CR. Les entreprises qui ont demandé des marques ont reçu 39.7% de financement de CR de plus que les jeunes pousses qui n'ont pas demandé de marque. (J. H. Block et al. 2014) ont abouti à une valorisation accrue de 22.3% pour les start-up qui ont déposé une marque. Le dépôt de marques fournit donc des informations précieuses sur le degré d'orientation commerciale et les ambitions de croissance des start-up. Le dépôt de plusieurs marques peut signaler un potentiel de croissance plus important et attirer plus de financement. Les résultats de (J. H. Block et al. 2014) indiquent toutefois une diminution de la valorisation de démarrage avec une augmentation du nombre de marques déposées. Par ailleurs, une marque présente dans plusieurs secteurs peut avoir une force de signal et de protection plus importante. Bien que (J. H. Block et al. 2014) aient constaté une valorisation supérieure de 10.6%, ils indiquent toutefois un effet non

linéaire. Ainsi, au-dessus d'un certain seuil, les coûts supplémentaires d'une diversification accrue des produits (coût de coordination et d'information) l'emportent sur les avantages de la diversification.

La littérature qui a examiné le signal des marques, s'est intéressée également à l'effet que peut avoir ce signal dans le temps. Les résultats obtenus par (J. H. Block et al. 2014) sont conformes à la littérature sur les brevets qui suggère une baisse de la valeur de ce signal dans les cycles de financement ultérieurs. Ainsi lorsque des signaux plus tangibles, crédibles et coûteux sont disponibles tels que les informations budgétaires, les données sur les ventes initiales... la valeur de signal de la marque a tendance à diminuer.

Dans leur étude, (Zhou et al. 2016) se sont penchés sur l'effet de la complémentarité entre la marque et le brevet sur l'accès au financement. Cette complémentarité paraît évidente pour (Zhou et al. 2016), dans le sens où le brevet est un indicateur de l'innovation et du progrès technique et la marque est un indicateur des activités marketing et de l'accès au marché. Les résultats de l'étude de (Zhou et al. 2016) sur 299 start-up aux États-Unis indiquent que les entreprises qui ont demandé à la fois des brevets et des marques ont reçu un montant de financement supérieur de 35.4%. Ces conclusions suggèrent également que ces effets de complémentarité sont recensés uniquement dans le cycle de financement initial. Au-delà aucun effet de la complémentarité n'a été constaté. Les résultats obtenus sont conformes aux propos de (Davis 2009) qui note que quelle que soit la protection dont bénéficie une invention, une entreprise doit être en mesure de la commercialiser et de la vendre pour en tirer un quelconque bénéfice financier. À l'inverse, une entreprise qui ne dispose pas de protection de son invention peut souffrir en termes de performance (B. H. Hall, Jaffe, et Trajtenberg 2005).

La littérature qui a examiné l'effet du signal des marques s'est limitée au contexte des États-Unis. Dans notre cas empirique, nous aborderons cet effet dans le contexte de l'Algérie où l'industrie du CR est peu mature.

1.2. Le capital social

Ce capital repose sur l'idée que les entreprises ne peuvent pas être considérées comme des systèmes isolés, mais qu'elles dépendent fortement des relations qu'elles établissent avec leur environnement (Hormiga, Batista-Canino, et Sanchez-Medina 2011). Les réseaux de relations constituent ainsi une ressource précieuse qui fournit une accréditation qui donne aux détenteurs le droit au crédit, dans les différents sens du terme (Bourdieu 1986). Le capital

social a donc détourné la question de « *ce que vous savez* » pour la porter sur « *qui vous connaissez* » (C. Lee, Lee, et Pennings 2001).

Ce concept est apparu pour la première fois dans les études communautaires, soulignant l'importance centrale - *pour la survie et le fonctionnement des quartiers de la ville* - des réseaux de relations personnelles forts et transversaux développés au fil du temps qui constituent la base de la confiance, de la coopération et de l'action collective dans les communications (Nahapiet et Ghoshal 1998). Depuis ces premiers développements, le capital social a été appliqué dans un large éventail d'études (Nahapiet et Ghoshal 1998; Yli-Renko, Autio, et Sapienza 2001; Florin, Lubatkin, et Schulze 2003) pour expliquer une variété de résultats y compris la création d'industries (H. E. Aldrich et Fiol 1994), la croissance des entreprises (Ostgaard et Birley 1994) et la réussite professionnelle (Seibert, Kraimer, et Liden 2001).

Un autre volet de cette littérature a traité du rôle du capital social sur l'acquisition des ressources pour les start-up (D. H. Hsu 2007). Cette littérature fait allusion au processus par lequel les SCR ont tendance à financer des entrepreneurs dont elles ont appris l'existence grâce à des recommandations d'entrepreneurs de leur société de portefeuille, de collègues de la SCR, d'amis, de parents proches (D. H. Hsu 2007) ou encore par l'intermédiaire d'un lien direct avec les entrepreneurs.

(Nahapiet et Ghoshal 1998) ont indiqué que si les auteurs ont eu tendance à s'accorder sur la signification des relations comme ressources pour l'action sociale, ils ne se sont pas accordés sur une définition précise du capital social. Ainsi si certains se sont limités à intégrer que l'effet de la seule structure des réseaux de relations (Chung, Singh, et Lee 2000; Florin, Lubatkin, et Schulze 2003; Adler et Kwon 2002), d'autres n'ont pris en compte que les ressources réelles ou potentielles auxquelles on peut accéder par le biais de ces réseaux (Davidsson et Honig 2003). Mais aucune définition ne tient compte de la manière dont ce capital est construit. (Davidsson et Honig 2003) soutiennent que c'est les liens directs ou indirects qui donnent naissance au capital social qui à son tour fonctionne comme un moteur de la formation d'alliance (Chung, Singh, et Lee 2000). Ainsi conformément à ces propos nous définissons le capital social comme « *une ressource relationnelle qui résulte de liens directs ou indirects qui sont à la fois pertinents pour accéder à des financements et pour construire des alliances qui elles-mêmes sont bénéfiques pour accumuler des financements* ».

Dans les points qui suivent, nous démontrerons les implications de cette définition ainsi que l'effet de signal de ces deux composantes du capital social.

1.2.1. Les liens directs et indirects

Dans leur quête d'un financement, les entrepreneurs doivent trouver une approche permettant de rendre les informations privées les concernant et concernant leurs entreprises accessibles aux propriétaires de ressources. L'une de ces approches consiste à tirer parti de leurs réseaux sociaux (J. Zhang, Soh, et Wong 2010). (Shane et Stuart 2002) ont suggéré que les investisseurs s'appuient sur leurs réseaux sociaux pour sélectionner les partenaires de transaction qui selon eux se comportent de manière fiable. (Stinchcombe 1965) a proposé que les réseaux atténuent la responsabilité de la nouveauté à laquelle est confrontée la nouvelle entreprise, principalement en raison de la protection qu'ils confèrent contre les défaillances dues à des chocs externes (Miner, Amburgey, et Stearns 1990). (Zimmerman et Zeitz 2002) ont indiqué que les réseaux contribuent à la survie de la nouvelle entreprise en lui apportant crédibilité, contact et soutien. (Shane et Stuart 2002) ont conclu que les réseaux peuvent réduire le risque d'échec de 70%. (J. A. C. Baum et Oliver 1991) ont constaté que les effets des liens de réseau sur la survie sont plus prononcés pour les jeunes et petites organisations qui exercent dans des conditions de forte concurrence. Au-delà de ce résultat, des réseaux de relations ont également été associés à l'obtention de financement. (Mueller, Westhead, et Wright 2012) ont indiqué que les spins offs universitaires qui ne bénéficient pas des avantages de la proximité spatiale avec les SCR peuvent tirer des bénéfices de leur activité de mise en réseau et obtenir un financement par CR. Toutefois, (Kotha et George 2012) ont conclu que ce n'est pas tous les réseaux qui peuvent être utiles à la mobilisation des ressources financières. En effet, les réseaux dominés par des liens familiaux mobiliseront moins de ressources en raison de la redondance des liens qu'ils peuvent contenir. (Kotha et George 2012) suggèrent que ces réseaux sont connus également pour permettre aux entrepreneurs sans compétences de persister dans leurs mauvaises performances.

Ainsi, nous adaptons légèrement la définition des réseaux de (Zimmerman et Zeitz 2002) en indiquant qu'ils consistent en des liens entre le personnel des nouvelles entreprises et des individus (hors famille), organisations et associations extérieures à l'entreprise qui permettent à l'entreprise d'obtenir un financement. Par ailleurs ces liens peuvent impliquer soit une relation directe ou indirecte.

Un lien direct est une relation personnelle entre un décideur (SCR) et la partie au sujet de laquelle la décision est prise (Shane et Cable 2002). Ce lien existe, si les deux parties se sont engagées dans des interactions avant de négocier les conditions de financement (J. Zhang, Soh, et Wong 2010). Quant aux liens indirects, ils impliquent une relation entre deux

individus qui ne sont pas directement liés mais par lesquels une connexion peut être établie grâce à un réseau social de liens directs de chaque partie (Shane et Cable 2002). Ainsi lorsque des liens avec une tierce partie mutuelle lient deux acteurs, la tierce partie peut jouer le rôle d'intermédiaire de confiance (Shane et Stuart 2002). (J. Zhang, Soh, et Wong 2010) suggèrent que ces liens se produisent si les deux parties n'établissent leur premier contact qu'au début de la négociation de l'échange des ressources par l'intermédiaire d'un tiers ou d'un référent commun.

Les études ayant examiné les effets des liens directs sur le financement sont peu répandues. Pourtant les investisseurs en CR ont affirmé que lorsqu'un entrepreneur connu se présente à eux, ils tendent à ne pas mener une étude de dossier approfondie et à faire passer la personne avant le produit (Shane et Cable 2002). Ces mêmes auteurs suggèrent que l'influence des liens directs sur le financement réside dans leur capacité à fournir des informations sur les compétences et aptitudes des entrepreneurs. Les résultats empiriques de (Shane et Cable 2002) et (Shane et Stuart 2002) sont unanimes quant à l'effet positif des liens directs sur l'obtention du financement. Pour (D. H. Hsu 2007) des liens directs sont associés à une réduction du délai d'attente pour accéder à des ressources financières. Il continue en indiquant que la réduction de ce délai est importante pour les entreprises émergentes, dans le sens où leurs fondateurs peuvent exploiter ce gain de temps dans le développement de leurs produits, la surveillance du paysage concurrentiel...

La littérature sur les effets des liens indirects est également peu développée¹⁰². Cela est surprenant à l'égard de la capacité de ces liens à permettre à des parties non informées (SCR) d'obtenir des informations sur des personnes avec qui elles n'ont pas de liens directs (Shane et Cable 2002). Ainsi les liens indirects améliorent la qualité des candidats en aidant à écarter les personnes non qualifiées (Fernandez et Weinberg 1997). (J. Hall et Hofer 1993) ont fait analyser 16 plans d'entreprise par 4 SCR, ces dernières ont accepté deux propositions car elles avaient été recommandées par des personnes en qui ces investisseurs avaient confiance. Ainsi la source de proposition de l'entreprise a joué un rôle dans la sélection. (Shane et Stuart 2002) quant à eux ont exploité des données d'archives sur 134 entreprises de haute technologie ce qui leur a permis de constater que les liens indirects multiplient par 2.8 le taux de financement

¹⁰² Un autre volet dans lequel la littérature a été peu précise est les moyens par lesquels les fondateurs développent des relations directes ou indirectes. Si (Shane et Stuart 2002) indiquent que ces relations se développent dans les échanges commerciaux antérieurs et que (Shane et Cable 2002) suggèrent qu'ils se développent dans les relations de travail. Nous soutenons conformément à (D. H. Hsu 2007) que ces liens se forgent par le biais de l'implication préalable dans la communauté entrepreneuriale (Participation à des événements, implication dans des clubs et médias communautaires sur l'entrepreneuriat).

par CR. Des conclusions similaires furent apportées par (Shane et Cable 2002). Ces études ont toutefois traité les liens indirects comme une construction unidimensionnelle. Or un lien indirect implique une relation entre le triptyque entrepreneur - référent(RF) - SCR. L'étude ultérieure menée par (J. Zhang, Soh, et Wong 2010) reconnaît que la force des liens est susceptible de varier à travers les deux composantes entrepreneur - RF et RF - SCR. Les résultats empiriques de (J. Zhang, Soh, et Wong 2010) ont indiqué que bien que des liens RF - SCR forts aient des effets directs sur les chances de financement, des liens E - RF n'ont des effets positifs sur le financement que lorsque les liens RF-SCR sont également forts¹⁰³. Par ailleurs, l'inclusion de la variable connaissance préalable indique que lorsque les entrepreneurs recherchent des ressources au-delà de leurs contacts directs, ils n'ont pas besoin de compter uniquement sur les référents avec lesquels ils ont établi des liens forts, ils peuvent également tirer parti de leurs liens faibles avec les référents pour entrer en contact avec les propriétaires de ressources potentielles à condition que ces derniers aient une connaissance préalable des technologies ou des produits de l'entreprise.

Au vu des effets des liens directs et indirects sur le financement, nous suggérons qu'ils peuvent constituer un signal de qualité à destination des SCR. Le coût d'un tel signal est associé au pouvoir disciplinant du réseau qui exclut tout individu adoptant un comportement opportuniste (Shane et Stuart 2002). Le coût peut aussi être associé aux retombées en termes de réputation négative qu'implique une telle exclusion.

1.2.2. Les alliances

Les alliances sont définies comme des accords volontaires entre entreprises impliquant l'échange, le partage, ou le codéveloppement de produits, de technologies ou de services (Zheng, Liu, et George 2010). Cette définition répond à la contingence de réciprocité qui implique que la formation d'alliances s'appuie sur des motifs de collaboration et de coordination entre les organisations. Toutefois, (Oliver 1990) a identifié cinq autres déterminants de la formation d'une alliance. Une relation inter-organisationnelle peut donc répondre à des exigences réglementaires, à un besoin d'efficacité interne¹⁰⁴ ou de stabilité, elle peut également constituer une réponse adaptative à l'asymétrie de l'information ou être une démarche dont la finalité est l'acquisition d'une légitimité.

¹⁰³ Lorsque le lien RF - SCR est faible et qu'un lien E - RF fort existe, (J. Zhang, Soh, et Wong 2010) indiquent qu'un risque de connivence entre un entrepreneur et un référent empêche la SCR de financer l'entrepreneur.

¹⁰⁴ Exemple : réduction du coût de production.

Les alliances ont donc été envisagées en référence à plusieurs objectifs, nous les aborderons en mettant l'accent sur les vertus qu'elles peuvent avoir sur l'estompation de l'incertitude qui caractérise le financement d'une start-up.

Les alliances offrent une myriade d'avantages principalement associés à l'accès direct ou indirect à des ressources complémentaires (Chung, Singh, et Lee 2000) et à des connaissances. La formation d'alliance permet à une jeune entreprise d'accéder à des ressources sociales, techniques, commerciales et compétitives qui exigent des années d'expérience opérationnelle pour être acquises (Ahuja 2000; Nohria et Garcia Pont 1991). Les alliances confèrent donc aux entreprises en démarrage des avantages qui sont généralement associés aux privilèges de l'âge avancé (J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000), notamment l'accès au savoir-faire stratégique et opérationnel, la possession de relations d'échange stables et de capacité d'innovation, la perception de la qualité et de la fiabilité des produits et services par les clients, fournisseurs, employés, collaborateurs et investisseurs potentiels.

(C. Lee, Lee, et Pennings 2001) ont affirmé que les partenaires potentiels sont souvent très réticents à mettre leur réputation, leur capital ou d'autres ressources en danger dans une start-up dont les perspectives financières sinon la longévité sont incertaines. Ainsi l'affiliation à un tiers fiable peut contribuer à réduire l'incertitude quant à la qualité de l'entreprise en lui conférant une certaine légitimité (J. A. C. Baum et Oliver 1991; T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999; Plummer, Allison, et Connelly 2016). Pour (Zheng, Liu, et George 2010) la présence de liens est un indice sur lequel les autres acteurs se basent pour faire des déductions sur la qualité sous-jacente de l'entreprise. La réputation des acteurs se construit donc à partir de l'identité de leurs associés (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999), (Latour 1987) a fait valoir que les projets d'un jeune chercheur peuvent être influencés par le prestige d'un chercheur important notamment dans des domaines de recherche incertains où il y a des dissensions sur ce qui constitue une contribution importante. Ces propos suggèrent que les alliances peuvent influencer les capacités et la perception que les autres ont de ces capacités (J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000; Park et Mezias 2005). Toutefois, une telle influence n'est possible que si l'alliance remplit trois conditions (D. H. Hsu 2004) :

- L'agent certificateur doit avoir un capital de réputation en jeu qui serait compromis par une certification non valable;
- Le capital réputation de l'agent certificateur doit dépasser le plus important transfert de richesse ponctuel résultant d'une certification erronée;

- La cible certifiée doit faire face à un coût de location du capital de réputation de l'agent certificateur.

Ces trois conditions à la validité d'une alliance suggèrent que pour une nouvelle entreprise, l'obtention d'un associé sert de signal à destination des investisseurs. En effet, lorsque la qualité d'une start-up ne peut être directement observée, les acteurs externes se fient à la qualité des filiales de la start-up comme signal de la qualité de la start-up elle-même (D. H. Hsu 2004). De leur côté, (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999) suggèrent que les évaluateurs prennent couramment en compte les caractéristiques de ces partenaires d'échange. Pour (Hoenig et Henkel 2015) le signal de l'alliance s'avère être conforme à la théorie de signal de (M. Spence 1973). Les alliances impliquent des coûts en tant que facteur de différenciation, dans le sens où il est plus facile pour une start-up de haute qualité que pour une start-up de basse qualité de réunir des partenaires d'alliance, en outre l'observabilité de l'alliance par les parties externes est conditionnée par sa consignation dans un accord écrit¹⁰⁵.

La recherche sur les effets des alliances sur le financement par CR a pris plusieurs orientations. Les chercheurs ont considéré les alliances en faisant référence au stade de leurs conclusions, à leur nombre et leur hétérogénéité et à la prééminence des partenaires.

Les alliances peuvent soit être conclues en amont ou en aval du cycle de production. Les alliances en amont avec des instituts de recherche ou de grandes entreprises offrent un accès précieux aux connaissances et autres actifs nécessaires à la conception et à l'introduction d'un nouveau produit, quant aux accords en aval avec des partenaires commerciaux, ils peuvent aider l'entreprise à mettre son produit innovant sur le marché (Hoenig et Henkel 2015). Dans leur étude sur 204 start-up canadiennes, (J. A. C. Baum et Silverman 2004) ont indiqué que les start-up ayant conclu des alliances en aval mais pas en amont ont accès à plus de fonds que les start-up ayant conclu moins d'alliances de ce type. Des conclusions similaires furent apportées par (Higgins et Gulati 2006) sur un échantillon de 299 entreprises biotechnologiques américaines. Pour (J. A. C. Baum et Silverman 2004), cet attrait des alliances en aval par rapport à celles en amont peut s'expliquer par le fait que ces dernières indiquent que la start-up reste dans un monde exploratoire loin de la commercialisation. Contrairement à ces études, (Hoenig et Henkel 2015) ont indiqué que la multitude des dimensions de qualité que peut signaler une alliance en aval peut brouiller son effet de signal. Pour (J. A. C. Baum et Silverman 2004), les alliances en aval indiquent l'accès à des actifs

¹⁰⁵ Par ailleurs, la consignation écrite de l'alliance est le point qui la distingue d'un lien direct. Ce dernier revêt donc un caractère implicite.

complémentaires, tels que les canaux de distribution, l'expertise en matière de marketing, la maîtrise de processus de production intensifs. Les suggestions de (Hoenig et Henkel 2015) se sont révélées être conformes aux conclusions empiriques sur 187 SCR européennes et américaines. Cette revue de littérature fait référence à des résultats mitigés quant à l'effet médiateur du type d'alliance sur le financement.

La recherche sur les alliances a également indiqué des effets linéaires avec l'augmentation du nombre de partenaires. (J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000) ont indiqué que les performances initiales des start-up augmentent avec la taille du réseau d'alliance. L'étude de (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) sur 102 nouvelles entreprises françaises a indiqué que le nombre de partenaires d'alliance est lié de manière positive et significative à l'évaluation des investisseurs en CR. Ces conclusions concordent avec celles de (Pollock et al. 2010) qui ont conclu que les avantages de l'affiliation avec des dirigeants prestigieux s'accumulent de manière linéaire, plus c'est mieux et celles de (Deeds et Hill 1996) qui ont constaté que plus la taille du réseau est importante, plus l'entreprise cible retire des avantages, sous réserve des contraintes liées à la capacité à gérer efficacement les relations du réseau. La difficulté de la gestion des relations du réseau et les différences de perception de la quantité du capital social aux yeux des investisseurs ont poussé (Khoury, Junkunc, et Deeds 2013) à suggérer que c'est plutôt la cohérence avec les attentes des investisseurs en CR plutôt que le nombre d'alliances qui est susceptible d'être récompensée.

La cohérence avec les attentes des investisseurs, suggère que ces derniers accordent plus d'importance à la prééminence du partenaire. (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999) ont noté que les start-up qui s'associent à des partenaires de premier plan renforcent davantage leur réputation que celle qui s'associent avec des partenaires ordinaires, car le signal de fiabilité et de loyauté dans les relations d'échange est plus largement diffusé lorsque les associés d'une nouvelle entreprise sont particulièrement bien connus. Les conclusions empiriques de ces chercheurs ont indiqué que l'importance du partenaire d'alliance d'une jeune entreprise est liée à la vitesse à laquelle l'entreprise réalise une première vente sur le marché public des actions et à son évaluation lorsqu'elle rentre en bourse. (Chung, Singh, et Lee 2000) ont constaté que la réputation du partenaire d'alliance stratégique est liée à la réduction du délai de l'introduction en bourse. (Rindova et al. 2005) ont conclu que plus l'affiliation de l'organisation avec des acteurs de haut niveau est importante, plus elle est importante dans l'esprit des parties prenantes. (T. E. Stuart, Hoang, et Hybels 1999) ont également conclu que la notoriété des filiales devient plus importante lorsqu'il existe une grande incertitude quant à

la qualité d'une entreprise. Ces conclusions sont similaires à celles que (Janney et Folta 2006)¹⁰⁶ ont obtenu pour les cycles de financement ultérieurs. (Janney et Folta 2006) ont montré que le choix de l'investisseur ne permet pas seulement d'obtenir un financement, mais transmet aussi des informations qui permettent aux entreprises de se différencier de leurs pairs. L'effet du signal du prestige du partenaire dans les cycles de financement ultérieurs constaté par ces recherches, contraste avec les conclusions de (Zheng, Liu, et George 2010) qui ont indiqué que plus les jeunes pousses diffusent des informations pertinentes aux investisseurs, plus ces derniers peuvent adopter des informations primaires liées à la qualité de l'entreprise, plutôt que des informations secondaires telles que le prestige des partenaires pour prendre des décisions d'évaluation.

Un autre volet de la recherche sur les alliances indique que l'augmentation du nombre d'alliances sans tenir compte de la diversité des partenaires peut créer des conflits entre les partenaires d'alliance d'une entreprise (J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000) et accroître la redondance potentielle des partenaires: les alliances sont redondantes dans la mesure où elles donnent accès aux mêmes informations (Burt 1992). L'argument sous-jacent implique donc que des réseaux d'alliances hétérogènes seront plus bénéfiques pour les start-up. (Chang 2004; Lavie 2007) ont indiqué que les investisseurs évaluent positivement les start-up ayant des connexions ou des portefeuilles de partenaires hétérogènes. (J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000) ont conclu dans leur étude que les performances initiales augmentent avec la diversification du réseau d'alliance. Au-delà de l'accroissement des performances, (Beckman, Burton, et O'Reilly 2007) ont montré que la diversité des affiliations de l'équipe de gestion à un employeur précédent est positivement corrélée à l'obtention d'un montant de CR plus important. Cependant, en considérant l'hétérogénéité des réseaux d'alliances en fonction de l'âge des start-up, (Zheng, Liu, et George 2010) ont démontré que les alliances ne profitent pas automatiquement aux entreprises participantes. Les jeunes entreprises plus anciennes aidées par des règles, des procédures et des politiques tacites ou explicites sont susceptibles d'extraire une plus grande valeur de leurs alliances hétérogènes que les jeunes entreprises ayant des collaborations similaires.

D'autres recherches ont étudié l'effet des alliances en tant que telles, sans intégrer l'influence des dimensions précédemment mentionnées. (Almus et Nerlinger 1999) ont conclu qu'un partenariat avec des entreprises extérieures est positivement corrélé avec la croissance.

¹⁰⁶ (Janney et Folta 2006) ont indiqué que la capacité des entreprises à attirer des capitaux par la suite est liée à l'expérience antérieure de l'investisseur en CI. Ils ont montré également que l'effet est plus fort lorsque l'incertitude concernant l'entreprise est plus importante.

(Nosella, Petroni, et Verbano 2006) ont analysé les compétences stratégiques des nouvelles firmes de biotechnologie italiennes qui leur permettent de franchir avec succès les étapes initiales. Leurs résultats ont indiqué que la capacité à créer et gérer des réseaux relationnels figure parmi les compétences stratégiques des études de cas examinées. D'autres études ont montré que la formation d'une alliance est liée à des évaluations (Nicholson, Danzon, et McCullough 2005; Greenberg 2013) et des financements (Florin, Lubatkin, et Schulze 2003; Audretsch, Bönte, et Mahagaonkar 2012; Plummer, Allison, et Connelly 2016) plus élevés. Au-delà de l'augmentation de la probabilité de financement de 25% qu'elle permet, (Plummer, Allison, et Connelly 2016) ont montré que l'alliance amplifie l'effet de signal de l'expérience en matière de gestion, de l'introduction d'un produit et de la détention d'une propriété commerciale. Ainsi ce volet de la littérature montre que la simple conclusion d'une alliance peut être bénéfique.

Si ces études ont jusqu'à présent démontré que la formation d'alliances est liée à une pléthore d'avantages pour les start-up, des chercheurs ont soulevé le problème de l'appropriation de la valeur de l'alliance par le partenaire le plus important (Alvarez et Barney 2001; J. Baum, Calabrese, et Silverman 2000). Une telle appropriation est possible en raison des avantages dont bénéficient les grandes entreprises dans la course à l'apprentissage qui est engagée lors de la conclusion d'une alliance (Alvarez et Barney 2001). Ce risque d'appropriation peut toutefois être réduit. (Baum, Calabrese, et Silverman 2000; Alvarez et Barney 2001) ont suggéré que la meilleure façon de réduire ce risque consiste pour une start-up à être innovante¹⁰⁷. Ces chercheurs ont indiqué que la perspective d'accès à d'autres technologies incite fortement la grande entreprise à s'investir dans son alliance.

Dans notre expérimentation empirique, nous testerons l'effet du signal de l'alliance en précisant explicitement le caractère innovant de la start-up afin d'éviter une mauvaise interprétation de ce signal de la part du récepteur.

1.3. Le capital financier de l'entrepreneur

Le capital financier est l'une des ressources nécessaires à la création et au fonctionnement ultérieurs des entreprises (Cassar 2004). (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) indiquent que le montant du capital initial est lié à la stratégie initiale qui pourrait être poursuivie. Par exemple, un capital initial plus important permet à un magasin de détail d'offrir un plus large éventail de marchandises ou à une entreprise de haute technologie d'entreprendre des projets

¹⁰⁷ Ou selon les termes de (Alvarez et Barney 2001) être un flux pour de nouvelles technologies pour la grande entreprise dans le futur.

plus ambitieux (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994). Les jeunes entreprises bien dotées en capital financier pendant leur période de développement bénéficient de nombreux avantages et peuvent être plus performantes (C. Lee, Lee, et Pennings 2001). Elles peuvent exploiter une niche de marché riche en ressources qui nécessite un investissement initial important pour s'y implanter. Le capital financier apparaît donc comme l'un des principaux facteurs qui déterminent quelles nouvelles entreprises prospèrent et lesquelles languissent (Plummer, Allison, et Connelly 2016).

(Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988) ont suggéré que l'importance du capital initial peut offrir une période prolongée pour résoudre les problèmes et survivre. Les premières études à avoir examiné les effets du capital financier remontent aux années 60 où les auteurs ont conclu que les entreprises disposant d'un capital initial plus important ont tendance à mieux réussir. (Bruderl et Schussler 1990) ont suggéré que l'abondance de ressources ne devrait pas prolonger la durée des organisations au départ seulement, mais elle permet de se prémunir contre les malheurs à tout moment. Ainsi une fonction de risque globalement plus faible devrait être observée pour les organisations disposant de plus de ressources. Ces suggestions furent confirmées par ces auteurs dans une étude empirique ultérieure portant sur 1849 créations d'entreprise enregistrées à la chambre de commerce de Munich où ils ont conclu que les taux d'échecs sont nettement plus élevés pour les entreprises qui démarrent avec un faible capital de départ (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992). Dans le cadre d'un contexte différent¹⁰⁸, (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) ont abouti à des conclusions similaires en termes d'effet sur la survie mais aussi sur la croissance. Ils ont conclu que le capital financier peut influencer la performance par des effets directs (capacité à gagner du temps, à entreprendre des stratégies plus ambitieuses, à changer de cap, à répondre aux exigences de financement imposées par la croissance) et des effets indirects (refléter une meilleure formation et une planification plus étendue).

Une étude ultérieure menée par (Cressy 1996) sur un échantillon de start-up britanniques a abouti à des conclusions contradictoires en termes d'effet du capital financier sur la survie. Cet auteur a constaté que la relation entre le capital financier et la survie est fausse et que le capital humain est le vrai déterminant de la survie de l'entreprise.

Ainsi bien que les premières études dans le domaine aient abouti à des effets positifs du capital financier sur la survie, l'étude ultérieure de (Cressy 1996) a abouti à des conclusions différentes. La relation entre le capital financier et la survie apparaît donc comme mitigée. Ce

¹⁰⁸ Étude sur 1053 entrepreneurs aux États-Unis.

même constat fut également relevé en termes d'effet du capital financier sur la création d'entreprise.

L'étude de (Hurst et Lusardi 2004) a ainsi examiné la corrélation entre la richesse et la création d'entreprise. Les résultats ont indiqué que les personnes ayant une richesse de 20 000\$ et 200 000\$ avaient une probabilité identique de création d'entreprise. Un tel résultat pourrait indiquer que peu de richesse est nécessaire pour créer une entreprise, toutefois même après examen des secteurs à forte intensité capitaliste (Hurst et Lusardi 2004) ont abouti à une corrélation négative entre la richesse et la création d'entreprise. Ce même constat fut également recensé par (Nanda 2008) qui a cherché à savoir si du capital humain ou de la richesse personnelle peut être la base de la sélection pour l'entrepreneuriat. Les résultats qu'il a obtenus suggèrent que lorsque le coût du financement augmente, les personnes moins aptes plutôt que celles moins riches sont moins susceptibles de devenir entrepreneur. En effet 47% de la baisse totale des entrées dans l'entrepreneuriat était due à des individus à capital humain plus faible et à richesse élevée.

Ainsi la corrélation positive antérieure constatée entre la richesse et l'entrée dans l'entrepreneuriat (Evans et Jovanovic 1989; Stiglitz et Weiss 1981; Gentry et Hubbard 2004) ne peut être imputée à une preuve d'échec du marché, mais à l'existence d'une variable omise - *le capital humain* - (Nanda 2008).

En termes d'effet du capital de départ sur les bénéfices, les résultats obtenus par (Honig 1998) sur 215 entreprises informelles en Jamaïque, ne font état que d'un effet pour les entreprises à faible intensité technologique, où la variation du capital de départ a augmenté le résultat moyen de 20%. Ainsi dans le secteur de la haute technologie, la variation du capital de départ n'a eu aucun effet sur les bénéfices.

Ces divers résultats soulignent une relation en dents de scie entre le capital financier et plusieurs variables de performance (survie, création d'entreprise, bénéfices). Toutefois un courant de recherche largement influencé par les conclusions de la théorie de l'agence et la théorie de signal a suggéré que dans l'environnement spécifique¹⁰⁹ de la start-up, le capital financier¹¹⁰ peut être un indicateur pertinent pour signaler la valeur de l'entreprise aux investisseurs potentiels (Conti, Thursby, et Rothaermel 2013).

¹⁰⁹ En termes d'absence d'antécédents observables de performance et face à une technologie nouvelle et incertaine.

¹¹⁰ Plus exactement l'investissement de l'entrepreneur dans son entreprise (Leland et Pyle 1977).

1.3.1. L'influence de la richesse investie par l'entrepreneur sur le financement

Dans leur article fondateur sur les effets de la délégation de la gestion à un agent, (C.Jensen et H.Meckling 1976) ont indiqué que plus le degré de propriété ou d'attachement financier des dirigeants de l'organisation est élevé, plus l'alignement des intérêts entre eux et les actionnaires est important. Ce constat a semble-t-il influencer les travaux de (Leland et Pyle 1977) qui ont modélisé le degré de propriété dans le cadre de la relation entre l'entrepreneur et le marché des prêts. (Leland et Pyle 1977) estiment que dans un contexte où l'asymétrie d'information entrave le transfert direct d'information, le financement des projets de bonne qualité est conditionné par le signal d'action observable de l'entrepreneur. L'une de ces actions est la volonté de la ou des personnes disposant d'informations privilégiées d'investir dans le projet. (Leland et Pyle 1977) suggèrent que la valeur de l'entreprise augmentera avec la part détenue par l'entrepreneur.

Les suggestions de (Leland et Pyle 1977) ont fait l'objet de plusieurs expérimentations. (Levy et Lazarovich-Porat 1995) ont supposé que dans un contexte où l'entreprise émet des actions pour financer un nouveau projet; plus la participation de l'entrepreneur au projet est élevée, plus la valeur de l'entreprise sera élevée. Une expérience de laboratoire fut menée par (Levy et Lazarovich-Porat 1995) sur 24 investisseurs qui se sont vus présenter quatre entreprises avec des niveaux de participation différents (20%, 40%, 51%, 75%). Les résultats obtenus ont confirmé les suppositions initiales de ces auteurs. Les investisseurs se sont montrés prêts à payer 2\$ par action lorsque l'entrepreneur finance 75% de l'entreprise contre 0.5\$ par action lorsque celui-ci ne finance que 20% de l'entreprise. (Landskroner et Paroush 1995) ont indiqué que le capitaliste (supposé être moins optimiste sur les perspectives de l'entreprise) est rendu plus optimiste que l'entrepreneur grâce au signal de la participation du fondateur au capital. Plus récemment, (Söderblom et Samuelsson 2014) ont conclu que l'investissement de fonds personnels est un déterminant du financement externe.

Si les travaux de (Levy et Lazarovich-Porat 1995; Landskroner et Paroush 1995; Söderblom et Samuelsson 2014) ont confirmé les conclusions antérieures de (Leland et Pyle 1977), l'article de (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) a remis en cause la pertinence du signal suggéré par (Leland et Pyle 1977). Ils ont indiqué que la volonté de l'entrepreneur d'investir dans la nouvelle entreprise ne reflète pas de manière adéquate la valeur réelle que l'entrepreneur attend du projet en raison de sa capacité financière limitée à acquérir toutes les actions potentielles de la nouvelle entreprise qu'il souhaite.

(Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) ont donné un exemple mathématique simplifié du problème de l'utilisation du signal suggéré par (Leland et Pyle 1977) lorsque l'entrepreneur possède une richesse initiale limitée. Les auteurs estiment que l'entrepreneur recherche 500 000\$ et suppose que la relation entre la valeur de l'action (V) et le niveau de participation de l'entrepreneur (A) est de forme : $V = 2 + 8(A)$. Ils indiquent que la valeur de l'action est de 8.4\$. Pour exprimer cette valeur, le niveau de participation de l'entrepreneur doit être de 80%¹¹¹. Ainsi cet entrepreneur doit investir 400 000\$¹¹² dans le projet pour indiquer précisément la valeur. (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) notent que cela peut ne pas constituer un problème pour un entrepreneur dont la richesse initiale n'est pas limitée. Cependant pour un entrepreneur qui ne peut investir que 300 000\$ cela va se traduire par un $A = 0.6$ ¹¹³.

Ainsi le signal de valeur transmis par la valeur de l'investissement sera de 6.8\$ ($2 + (8 \times 0.6)$), soit 1.6\$ de moins que la valeur de 8.4\$.

C'est ainsi que (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) ont estimé que le signal de la proportion de la richesse initiale de l'entrepreneur investit dans le projet peut constituer un signal alternatif à celui proposé par (Leland et Pyle 1977) pour évaluer l'engagement de l'entrepreneur dans le projet.

Pour donner de la viabilité à ce signal, (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) se sont appuyés sur la théorie de l'agence qui stipule une maximisation de l'utilité personnelle résultant de la séparation de la propriété et de la gestion. Face à cette situation, ces deux auteurs s'attendent à ce que la proportion de la richesse initiale investie par le gestionnaire dans le projet va jouer un rôle disciplinaire. Du fait de leur investissement, les gestionnaires sont exposés aux conséquences qu'une performance négative peut avoir sur leurs richesses. Ils déploieront donc un effort maximal de suivi et de contrôle du risque de l'entreprise, au lieu de maximiser uniquement leurs propres richesses.

Autrement dit, lorsque l'entrepreneur investit une proportion importante de sa richesse dans le projet, il produit des informations crédibles en acceptant les coûts d'une diversification moins optimale de son portefeuille et en liant son destin personnel au succès de l'entreprise (Duffner 2003). Un entrepreneur qui connaît la faible qualité de son projet ne sera pas prêt à prendre ces risques (Duffner 2003). Ainsi la proportion de la richesse personnelle investie par

¹¹¹ $A = 8.4 - 2/8$.

¹¹² $500\ 000 \times 0.8$

¹¹³ Résultat obtenu par une règle de trois : $400\ 000 \dots\dots\dots 0.8$
 $300\ 000 \dots\dots\dots x$

l'entrepreneur apparaît comme un signal viable qui peut être émis à destination d'un investisseur.

L'étude de (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) a expérimenté sur 183 entreprises financées par CR les effets des deux signaux du capital financier de (Leland et Pyle 1977) et (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) qu'ils ont modélisé respectivement en tant qu'un signal de valeur et un signal d'engagement. Les résultats obtenus par (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) n'aboutissent toutefois à aucun effet de ces signaux sur la performance telle qu'elle se reflète dans les sorties.

Ces conclusions sont en contradiction avec celles de (Y. Zhang et Wiersema 2009) qui ont indiqué que 1% de participation supplémentaire du PDG est équivalent à une hausse moyenne de 2.81 millions du cours de l'action. Dans un tout autre registre, (Bell, Moore, et Al-Shammari 2008) ont indiqué que le niveau de propriété des cadres est un signal que les entreprises peuvent utiliser pour surmonter la responsabilité de l'étranger lorsqu'elles envisagent de s'introduire en bourse en dehors de leur pays d'origine. L'étude ultérieure de (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) est susceptible d'expliquer les conclusions quelque peu surprenantes de (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005).

(Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) supposent qu'il existe une relation curviligne (en forme de U) entre la sous-évaluation de l'introduction en bourse et la propriété conservée par l'entrepreneur. De sorte que la sous-évaluation diminue d'abord et augmente ensuite avec l'augmentation de la propriété conservée par l'entrepreneur. Les résultats obtenus par (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) dans leur étude sur 275 introductions en bourse sur le London Stock Exchange soutiennent l'hypothèse formulée. Ainsi des conflits d'intérêts apparaissent lorsque la propriété des fondateurs est supérieure à 32%.

Bien que (Duffner 2003) ait suggéré qu'une participation majoritaire de l'entrepreneur puisse constituer un puissant mécanisme d'alignement des intérêts entre la start-up et la SCR. Cette revue de la littérature montre que la recherche ne s'est intéressée qu'à l'effet du signal de l'investissement de l'entrepreneur dans le cadre de l'introduction en bourse et a négligé les effets que peut avoir ce signal sur le financement par CR. Cela paraît surprenant compte tenu de l'asymétrie d'information qui caractérise le stade d'intervention du CR.

Dans le cadre de notre expérimentation empirique, nous tenterons de combler les lacunes constatées dans les recherches antérieures.

Cette section suggère qu'au cours de sa phase initiale, la start-up n'est viable que si l'on se réfère à ses fondateurs. Toutefois, malgré son jeune âge, la start-up peut avoir réussi certains

exploits (exemple : établissement dans une propriété physique, conception d'un produit, etc.) qui peuvent la distinguer de ses pairs de faible qualité. La prochaine section mettra donc en évidence l'effet de signal des réalisations de la start-up.

Section 2 : L'effet de signal des accomplissements de la start-up

Le dictionnaire Larousse définit l'accomplissement comme un achèvement, une exécution ou une réalisation. Ces signaux d'accomplissement revêtent une grande importance dans le domaine de la start-up, car le seul actif de ces entreprises est une idée innovante. Elles se caractérisent donc par une incertitude élevée (Shepherd, Douglas, et Shanley 2000), un excès d'optimisme (Cooper, Woo, et Dunkelberg 1988), une opacité (Cassar 2004) et une responsabilité de la nouveauté (Stinchcombe 1965).

Dans le contexte d'une start-up, les signaux d'accomplissement indiquent donc aux financiers des réalisations susceptibles de permettre d'atteindre des phases de cycle de vie plus en aval. Parmi ces réalisations, on retrouve :

- La propriété commerciale;
- L'obtention d'une subvention gouvernementale;
- Le financement par BA;
- Le financement par crowdfunding;
- Le produit.

Il y a lieu d'indiquer que les signaux d'accomplissement ne se confondent pas avec la clause du financement échelonné qui exige l'atteinte d'objectifs intermédiaires pour obtenir un financement supplémentaire. Ici les signaux d'accomplissement sont émis à destination d'un financier lors des interactions initiales. Un point commun peut toutefois être retenu, la mise en avant de réalisation pour l'obtention de fonds.

Par ailleurs, nous nous sommes inspirés de (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) qui ont considéré le signal de l'obtention d'une subvention comme un signal d'accomplissement pour la construction de cette catégorie. La catégorisation proposée ci-dessus relève donc d'une démarche personnelle visant la structuration de la littérature sur les signaux.

2.1. La propriété commerciale

La plupart des start-up fonctionnent comme des entreprises à domicile car le travail à domicile permet d'économiser de l'argent et de minimiser le risque de l'entrepreneur (Good et Levy 1992). (Plummer, Allison, et Connelly 2016) suggèrent qu'un indicateur clair de

l'engagement des dirigeants est de savoir si l'entrepreneur a dépassé le stade du travail à domicile.

(Plummer, Allison, et Connelly 2016) ont indiqué qu'un entrepreneur opérant depuis une propriété commerciale communique aux étrangers que l'entreprise n'est pas un pari secondaire. Ces mêmes auteurs suggèrent que les conséquences d'un échec seront plus importantes pour une jeune entreprise qui est installée dans une propriété commerciale, car il y aura un espace physique, des actifs spécifiques qui ne seront pas utilisés et une probabilité plus élevée de stigmatisation sociale car l'entrepreneur est publiquement associé à une entreprise qui a échoué.

Ces propos indiquent que la détention d'une propriété commerciale peut constituer un signal crédible qui peut être émis à destination d'un investisseur. Le coût d'un tel signal se reflète dans le prix du loyer, du mobilier et des diverses charges liées à une installation en dehors d'un domicile. Il se reflète également dans les pertes en termes de réputation négative résultant d'un échec (Plummer, Allison, et Connelly 2016). La perte de la réputation peut aussi être une conséquence de la visibilité du signal. En effet une simple adresse peut distinguer une entreprise installée à domicile, d'une entreprise disposant d'une propriété commerciale.

En termes d'effet sur le financement par CR, (Plummer, Allison, et Connelly 2016) suggèrent que le signal de la propriété commerciale augmente la probabilité d'investissement de 6%. Par ailleurs, les études sur le genre ont généralement identifié le travail à domicile comme une source explicative des discriminations entre les sexes. Ces études ont suggéré qu'un tel signal pourrait indiquer que l'entreprise ne cherche pas à croître. Les conclusions de (Coleman et Robb 2009) sont conformes à ces arguments puisqu'ils ont constaté que les entreprises à domicile étaient négativement corrélées avec l'obtention d'un financement.

L'examen empirique de l'effet de ce signal dans notre cadre revêt un intérêt compte tenu des affirmations de (Plummer, Allison, et Connelly 2016) qui ont indiqué que le signal de la propriété commerciale ne se révélera comme étant efficace que s'il est associé à un signal d'affiliation avec une organisation de développement de l'entreprise. Pour ces auteurs, certaines start-up pourraient facilement se tourner vers l'immobilier commercial pour projeter l'apparence de la maturité.

2.2. L'obtention d'une subvention gouvernementale

La subvention gouvernementale constitue une contribution monétaire dont l'objectif est de soutenir des projets d'utilité publique. L'obtention d'un tel financement peut constituer un

véritable atout pour une start-up. (Söderblom et al. 2015) ont identifié trois raisons conceptuelles distinctes pour lesquelles les subventions peuvent être bénéfiques :

- Elles fournissent aux start-up les fonds nécessaires pour protéger les retombées résultant d'un processus de R&D;
- Les subventions peuvent constituer une solution alternative de financement face aux défaillances du marché (problème de l'asymétrie d'information qui empêche les start-up d'obtenir des fonds);
- Le passif de la nouveauté fournit une troisième justification pour les subventions gouvernementales. Il indique que les start-up rencontrent plus de difficultés pour obtenir des ressources nécessaires à leur survie et à leur croissance.

L'importance de la subvention telle qu'indiquée par (Söderblom et al. 2015) ne se reflète que dans ses retombées financières. Toutefois un large corpus de recherche a mis en évidence des effets qui s'étendraient bien au-delà des montants monétaires. (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) ont indiqué que l'obtention d'une subvention révèle des informations inédites sur les jeunes entreprises et ce à plusieurs niveaux :

- L'attribution de la subvention démontre l'assiduité et la vision de l'équipe de direction de la jeune entreprise;
- L'octroi de la subvention indique que la start-up fera preuve d'un haut niveau de discipline et d'une bonne gouvernance, car elle est tenue de rendre des comptes au public et d'établir des rapports d'activité périodiques sur l'utilisation des fonds;
- Le soutien du gouvernement à la start-up est susceptible d'indiquer une préférence pour une technologie spécifique que la SCR peut interpréter comme une orientation pour un soutien politique futur qui continuera de bénéficier à la start-up.

(Josh Lerner 1999) fut l'initiateur de ce corpus de recherche. Ce dernier s'est intéressé au plus important des programmes de subvention publique à destination des petites entreprises aux États-Unis; le Small Business Innovation Research (SBIR). Les résultats qu'il a obtenus ont montré que les lauréats du SBIR avaient une probabilité de 3.1% d'obtenir un financement par CR contre 0.8% pour un non-bénéficiaire. Au-delà de l'obtention d'un financement, (Josh Lerner 1999) a constaté que ces lauréats ont vu leurs ventes augmenter de 98% et leur emploi de 56%, toutefois de tels effets n'étaient visibles que dans les régions à forte concentration de l'activité de CR.

L'étude de (C. Lee, Lee, et Pennings 2001) est la seule à notre connaissance qui a abouti à des effets négatifs de l'obtention d'une subvention gouvernementale. En effet, cette étude sur

un échantillon de 137 start-up coréennes n'a trouvé aucun effet statistiquement significatif des subventions sur la croissance des ventes.

Les études empiriques qui ont suivi ont confirmé largement les conclusions de (Josh Lerner 1999). (Meuleman et De Maeseneire 2008) ont constaté un effet certificateur de l'obtention d'une subvention à la R&D sur l'accès des PME belges au financement externe.

(Feldman et Kelley 2006) ont également confirmé les conclusions antérieures en soutenant que 26% des lauréats à une subvention à la R&D ont sollicité un financement supplémentaire (soit par CR public ou privé, ou par une alliance stratégique avec des entreprises). Par ailleurs, par rapport aux entreprises non subventionnées, celles qui l'étaient ont reçu un financement plus important. (Mueller, Westhead, et Wright 2012) ont constaté dans leur étude sur 579 Spins-offs universitaires au Royaume-Uni, que l'obtention d'un financement public par actions permet d'augmenter les chances de financement par CR. Au-delà de l'obtention des ressources financières, (Söderblom et al. 2015) ont constaté un effet des subventions sur l'obtention des ressources humaines dans leur échantillon portant sur 284 entreprises ayant demandé une subvention en Suède. Enfin, (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) dans leur étude récente sur le secteur des énergies propres aux États-Unis ont constaté que les start-up ayant obtenu une subvention étaient en moyenne 11.98% plus susceptibles de recevoir un financement par CR, par rapport à leurs homologues qui n'ont pas reçu de subventions. Ces résultats concordent avec ceux de (Berger et Hottenrott 2021).

(Feldman et Kelley 2006) ont indiqué que cette hétérogénéité entre entreprises subventionnées et entreprises non subventionnées dans l'accès au financement peut être due à de meilleurs projets de la part des entreprises subventionnées. Un second argument qu'ils ont avancé et qui a reçu un large soutien indique que l'annonce du financement gouvernemental peut servir de signal d'information aux investisseurs (Josh Lerner 1999; Feldman et Kelley 2006; Kleer 2008; Mueller, Westhead, et Wright 2012; Islam, Fremeth, et Marcus 2018).

(Kleer 2008) a suggéré que les subventions gouvernementales peuvent avoir un caractère de signal si une agence gouvernementale est mieux informée sur les projets que les investisseurs privés. (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) ont indiqué que le gouvernement agit ici comme un gardien externe qui devrait empêcher les start-up de faible qualité d'être en mesure de signaler faussement un type de qualité supérieure et de bénéficier de cette stratégie. Cet argument est conforme à celui de (Narayanan et al. 2000) qui suggèrent qu'avant de se fier à ce signal, les investisseurs cherchent des preuves de réalisation auprès du gouvernement. Par conséquent, le signal de l'obtention d'une subvention gouvernementale ne

profite qu'aux start-up de haute qualité, il empêche donc la formation d'un environnement bruyant qui minerait la valeur du signal.

(Islam, Fremeth, et Marcus 2018) suggèrent que les subventions gouvernementales présentent les deux caractéristiques essentielles d'un signal efficace. Ils continuent en indiquant qu'elles sont clairement observables car l'annonce des bénéficiaires est bien relayée par l'organisme public qui octroie la subvention. En termes de coût de signalisation, (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) ont indiqué que le coût du signal de l'obtention de la subvention est différent de celui généralement considéré dans la littérature (M. Spence 2002). Le coût fait référence ici à l'effort fourni par l'entrepreneur pour répondre aux diverses exigences résultant du processus de demande de la subvention¹¹⁴.

Une certaine spécificité peut toutefois être associée au signal de la subvention gouvernementale, dans le sens où son effet est limité dans le temps. (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) ont indiqué qu'il ne saurait dépasser les deux premiers trimestres suivant la réception de la subvention. Ces conclusions sont conformes à celles de (Söderblom et al. 2015) qui suggèrent que l'effet de la subvention est de courte durée contrairement à l'effet du capital humain et financier auxquels elle donne accès.

Cette revue de la littérature indique donc que l'obtention d'une subvention gouvernementale peut être une passerelle à l'obtention d'autres financements grâce à la certification de qualité qu'offre l'agence gouvernementale et à l'accomplissement qu'elle signale.

2.3. Le financement via business angels

Les BA sont des personnes fortunées qui ont souvent créé leur propre entreprise avec succès dans le passé et qui cherchent maintenant à investir une partie de leur argent et de leur expérience acquise dans une petite entreprise (Osnabrugge 2000; Elitzur et Gavius 2003). Les anges aident les start-up au-delà du financement qu'ils offrent en fournissant des conseils à l'entrepreneur qui bénéficie de leur expérience (Elitzur et Gavius 2003).

La définition susmentionnée ne cerne pas toutes les vertus qui peuvent résulter du financement par BA, notamment l'effet certificateur que peut avoir le financement des anges.

La littérature sur ce thème fut à notre connaissance développée par l'article de (Elitzur et Gavius 2003) qui ont suggéré que l'investissement de l'ange permet d'envoyer un signal

¹¹⁴ (Islam, Fremeth, et Marcus 2018) ont noté que ce processus peut prendre de 10 à 12 semaines d'efforts dédiés. Ils ajoutent que le succès dans une telle démarche peut demander de la pratique, ce qui peut impliquer de multiples itérations de demandes qui échouent avant d'atteindre finalement un résultat positif.

précieux aux SCR et les aider à mieux sélectionner leurs investissements. (Elitzur et Gavius 2003) indiquent que le signal de l'approche d'un ange est efficace, car il implique des coûts : un coût d'opportunité pour l'entrepreneur de renoncer à poursuivre le travail sur le projet et de consacrer du temps et de l'argent à la recherche d'un ange, ainsi qu'à la préparation des documents et de la présentation pour l'ange. L'existence d'un coût signale que l'entrepreneur a choisi d'exercer un niveau d'efforts positifs. Il sera donc moins tenté de prendre l'argent et de s'enfuir (Elitzur et Gavius 2003).

En s'appuyant sur diverses études qui suggèrent que les entreprises entrepreneuriales peuvent signaler la valeur escomptée en fonction de la personne qui a investi dans l'entreprise (Barry et al. 1990; Black et Gilson 1998; Josh Lerner 1995), (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) indiquent que la présence d'investisseurs en capital privé¹¹⁵ peut atténuer le problème de sélection adverse dans une entreprise. Pour (Janney et Folta 2006) l'irréversibilité de l'investissement, la prudence des investisseurs et l'utilisation des dispositifs contractuels après investissement sont autant de facteurs qui sont favorables à l'apparition d'un équilibre de séparation et qui font qu'il est difficile pour les entreprises de faible qualité d'attirer des investisseurs en capital privé.

(Kim et Wagman 2016) dans leur étude visant à expliquer la coexistence entre les SCR et les BA ont indiqué que lorsque l'entrepreneur est confronté à une asymétrie d'information, un équilibre de séparation apparaît où les BA financent des entreprises ayant moins de chances de réussir et les SCR les entreprises ayant plus de chances de réussir. Ainsi conformément au modèle développé par ces auteurs, il apparaît que les entreprises financées par les anges sont de moins bonne qualité que celles financées par les SCR.

La réalité du terrain ne semble toutefois pas approuver (Kim et Wagman 2016). (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) suggèrent que les investissements en capital privé peuvent agir comme un signal sur la valeur de l'entreprise et limiter sa sous-évaluation dans le cadre d'une introduction en bourse. Ces mêmes auteurs estiment que l'effet de l'investissement des anges sur la sous-évaluation sera plus fort que celui des SCR. Les résultats qu'ils ont obtenus sur 275 introductions en bourse sur le marché britannique confirment les hypothèses formulées. L'étude de (Janney et Folta 2006) indique que les entreprises ayant des investisseurs plus expérimentés sont plus à même d'attirer un financement ultérieur (après l'introduction en bourse). Cette conclusion est donc conforme à la littérature qui indique que les entreprises affiliées à des prestataires de services prestigieux bénéficient de prix d'actions plus élevés lors

¹¹⁵ Selon (Bruton, Chahine, et Filatotchev 2009) les investisseurs privés comprennent les SCR et les BA.

de l'émission de titres. Les résultats de (Janney et Folta 2006) montrent également que plus l'incertitude sur les perspectives de l'entreprise est grande, plus l'effet de l'expérience d'un investisseur en capital sur la capacité de l'entreprise à attirer des capitaux est positif.

Si la littérature sur l'effet d'un financement par BA sur l'obtention de financements lors de l'introduction en bourse semble d'accord sur l'existence d'un effet positif, les deux articles ayant expérimenté cet effet sur l'obtention d'un financement par CR n'ont abouti à aucun résultat significatif. Pour (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) ni les financements antérieurs par BA et ni les montants importants obtenus auprès de ces derniers ne sont corrélés avec l'obtention d'un financement par CR.

Les résultats obtenus par (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) l'ont été dans un cadre qui visait à cerner l'influence de la forme et du contenu des documents de planification sur les décisions de financement par CR. Or les résultats ont montré que ces documents n'ont pas d'effet sur la décision de financement, des biais portant sur l'effet du contenu sont susceptibles d'apparaître dans ce cas. Les résultats de l'étude de (Ismail et Medhat 2019) ont montré que le cadre adopté par (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) ne semble pas autant influencé les résultats obtenus puisqu'eux aussi n'ont trouvé aucun effet de l'implication antérieure d'un ange sur la décision de financement par CR. (Ismail et Medhat 2019) ont estimé que ce résultat peut être lié au fait que les BA en Egypte n'ont peut être pas encore le niveau d'expérience et d'accomplissement qui enverrait un signal de qualité sur les start-up qu'ils soutiennent. Il se peut aussi que les investisseurs en CR ne soient pas disposés à partager leurs bénéfices avec d'autres ou qu'ils craignent de s'emporter dans des contrats impliquant des investisseurs précédents.

Ainsi notre cadre essayera de cerner l'effet d'un financement par BA sur la décision de financement par CR.

2.4. Le financement par crowdfunding

À côté de l'obtention d'un financement par BA, la start-up peut avoir aussi réussi à mobilisé des fonds auprès de la foule par le biais d'une PC. Dans leur étude pionnière, (Ryu et Kim 2016) trouvent que l'effet de cet accomplissement sur l'obtention d'un financement par CR est plus fort que celui relatif à l'obtention d'un financement par BA. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que le crowdfunding au-delà du financement qu'il apporte, offre un apprentissage sur le potentiel du produit de l'entreprise (Chemla et Tinn 2018). (Kaminski, Hopp, et Tykvová 2019) affirment que le crowdfunding par l'intermédiaire de la foule fournit

également des évaluations de l'idée commerciale qui permettront à la start-up de mettre à jour ses croyances sur les préférences de ses consommateurs.

D'autres preuves de l'effet du crowdfunding sur la mobilisation de fonds auprès des SCR ont été apportées par d'autres études. (Kuppuswamy et Roth 2016) indiquent que les dollars collectés sur une PC ont un effet positif sur la probabilité de bénéficier d'un financement externe. Ils montrent toutefois que cet effet ne varie pas selon les sexes et qu'il est concave dans le sens où il diminue après que 75 000\$ aient été collectés. (Kaminski, Hopp, et Tykvová 2019) de leur côté montrent qu'une augmentation de 1% du total des investissements en crowdfunding basée sur les récompenses augmente de 14% le total des investissements en CR. Ils soulignent également que l'effet de ce signal existe aussi dans les industries sujettes à des tendances éphémères telles que la mode. Plus récemment, (Roma, Vasi, et Kolympiris 2021) ont modélisé dans leur étude ce signal comme ayant un effet faible¹¹⁶ et ont montré qu'il peut surpasser l'effet du signal d'un financement antérieur par CR dans le cas où il est associé au signal des brevets et d'une expérience en matière de création d'entreprise réussie.

Si ces études ont montré que l'obtention d'un financement par crowdfunding augmente les chances d'un financement ultérieur par CR, il aura fallu attendre la publication de l'article de (Kaminski, Hopp, et Tykvová 2019) pour parler d'un véritable effet de signal. Ces chercheurs ont ainsi affirmé qu'une campagne de crowdfunding réussie signale des informations précieuses qui attestent de la qualité sous-jacente aux investisseurs potentiels. (Roma, Vasi, et Kolympiris 2021) indiquent que le crowdfunding est un signal car il y a une certification externe de la qualité de la start-up. Ces mêmes chercheurs avancent par ailleurs les trois conditions suivantes qui font que ce signal ait un effet certificateur. Il s'agit de :

- La mise en danger de la réputation de la PC;
- La perte de la réputation qu'ait susceptible de subir la PC doit être supérieure à toute compensation que la start-up pourrait lui apporter;
- La start-up supporte des coûts pour l'acquisition des services de la partie certificatrice. Outre les frais de la PC, ce financement exige des efforts importants avant (préparation d'un prototype, de vidéos de présentation), pendant (réponse aux commentaires et aux demandes) et après la campagne (tenir les promesses).

¹¹⁶ Le signal du crowdfunding est supposé aux yeux de (Roma, Vasi, et Kolympiris 2021) avoir un effet faible en raison notamment de l'absence d'une implication chez la foule après investissement et de son inexpérience dans l'examen des différents projets. Ces auteurs reprochent à la foule de ne pas examiner suffisamment les signaux du capital intellectuel, humain et social des porteurs de projets.

Par ailleurs, le signal de l'obtention d'un financement par crowdfunding apparaît comme étant facilement observable dans le sens où les demandes de financement sont facilement identifiables sur les sites web de la PC.

Au terme de cette revue de littérature sur ce signal, nous pouvons extraire deux principales limites (Chemla et Tinn 2018) associées à ces études qui ont examiné l'effet certificateur de ce financement sur la mobilisation du CR à savoir :

- La focalisation sur l'effet du crowdfunding basée sur les récompenses et l'ignorance des autres types;
- L'adoption de la plateforme Kickstarter comme unique cas d'étude.

Dans notre étude empirique sur l'effet de ce signal nous essayerons de surmonter ces deux limites en ignorant notamment l'examen d'un type particulier de crowdfunding.

2.5. Le produit

Le produit¹¹⁷ ou le service sont souvent au centre des préoccupations d'une start-up. En effet l'existence et l'avenir de celle-ci dépendent de ces derniers. Une start-up est généralement créée pour faire germer une idée et la transformer en un prototype puis en produit prêt à être commercialisé sur le marché. Par ailleurs, le succès et la croissance de celle-ci dépendent entièrement de la qualité du produit ou service proposé. Dans ce sens (Fischer et Reuber 2007; Rindova, Petkova, et Kotha 2007) affirment que l'une des actions de signal qu'une jeune entreprise peut entreprendre qui est à la fois coûteuse¹¹⁸ et difficile à imiter, consiste à introduire un produit sur le marché. (Petkova 2012) décrit des actions visibles spécifiques qui peuvent différencier les jeunes entreprises de leurs concurrents en signalant leur qualité sous-jacente et leur potentiel aux différentes parties prenantes. Ces actions comprennent l'innovation et l'introduction de nouveaux produits.

Ces arguments suggèrent que le produit devrait être un prédicateur important de la décision d'investissement des SCR. Toutefois, une revue de la littérature académique fait état de résultats mitigés¹¹⁹ quant à l'importance de ce dernier. En interrogeant 14 investisseurs en CR (Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985) ont conclu que seule la protection intellectuelle est

¹¹⁷ Concernant le produit une remarque importante doit être notée. Le développement de celui-ci tel qu'indiqué ici n'implique pas un développement à grande échelle, mais un développement qui laisse place à l'expansion des idées.

¹¹⁸ La notion de coût fait référence ici au coût de production lorsqu'il s'agit d'un produit non innovant et aux coûts de la R&D, du capital humain, et du coût généré par le processus d'essai-erreur pour un produit innovant.

¹¹⁹ Il semble que cette littérature ait été influencée par les propos de Arthur Rock, légendaire capital-risqueur de la Silicon Valley qui a un jour déclaré : « *j'investis dans les gens, s'ils se trompent sur le produit, ils changent d'avis, alors à quoi bon comprendre le produit dont ils parlent en premier lieu* ». (Chen, Yao, et Kotha 2009, 200).

importante pour la SCR lorsqu'elle évalue un produit. Ces conclusions sont conformes à celles de (Wells 1974) et (Khan 1986) qui ont indiqué que les SCR s'intéressent au caractère innovant de l'offre, son avantage concurrentiel et la protection de la propriété du produit. (J. Hall et Hofer 1993) ont souligné que ces études souffraient d'un biais d'auto déclaration des données, ce qui les a incités à recourir à une analyse de protocoles qui a indiqué qu'une des 16 propositions examinées a été acceptée pour l'intérêt que présentait le produit aux yeux de la SCR. Ces conclusions sont conformes aux résultats antérieurs de (Roure et Maidique 1986) qui ont examiné les facteurs de préfinancement qui influent sur le succès et qui ont conclu que les jeunes entreprises qui ont réussi visaient des améliorations majeures ou significatives des performances de leurs produits. L'étude de (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) a révélé l'importance accordée à un produit capable de maintenir une position concurrentielle sur le marché, ainsi que la souplesse dont peut faire preuve la SCR en termes de contraintes de fonds si une opportunité s'avère prometteuse. Une étude similaire à celle de (Muzyka, Birley, et Leleux 1996) et qui a examiné la prise de décision des SCR dans 5 pays européens a révélé que les informations sur les produits sont moins importantes sauf en France (Manigart et al. 2000). (Petty et Gruber 2011) ont analysé la prise de décision réelle telle qu'elle se produit dans une SCR par l'exploitation de données d'archive d'une SCR européenne sur 11 ans. Les résultats qu'ils ont obtenus ont confirmé l'importance des produits comme indiqué dans la littérature. Toutefois, ils suggèrent qu'un produit peut également être un important critère de rejet. Ils ont démontré qu'au cours d'un processus décisionnel de financement par CR qui dure 24 mois¹²⁰, le produit constitue un motif de rejet au cours des 12 premiers mois. Ces résultats ne sont pas étonnants à l'égard des conclusions de (Rindova et al. 2005) qui ont indiqué que plus la qualité perçue d'un produit est élevée, plus la place de l'organisation est importante dans l'esprit des parties prenantes.

Une étude récente de (Plummer, Allison, et Connelly 2016) a démontré que l'introduction d'un produit sur le marché est associée à une augmentation de la probabilité d'investissement d'une SCR de 9.1%. Ces conclusions sont conformes à celles obtenues par (Ismail et Medhat 2019) dans le contexte du marché égyptien du CR où ils ont constaté que des start-up avec des produits prêts ont cinq fois plus de chances d'être financées que les start-up dont les produits ne sont pas encore développés et celles de (Dhochak et Sharma 2016; Njubi 2018) qui constatent une pertinence des produits respectivement dans les marchés indien et kenyan du

¹²⁰ L'étalement du processus décisionnel dans le cas de l'étude de (Petty et Gruber 2011) est lié au retard des start-up dans la fourniture éventuelle d'informations complémentaires.

CR. Les résultats de ces chercheurs vont à l'encontre de ceux de (Nofsinger et Wang 2011) qui ont examiné les déterminants du financement initial des entreprises en phase de démarrage dans 27 pays auprès de deux types d'investisseurs. Leurs conclusions ont indiqué des effets variables des nouveaux produits selon le type d'investisseur, si pour les SCR ces derniers nuisent à l'obtention d'un financement par CR, pour les BA un effet contraire a été constaté. Les résultats de (Nofsinger et Wang 2011) montrent une différence d'interprétation des signaux par ces deux types d'investisseurs. Ces conclusions sont conformes à celles de (Bachher et Guild 1996) qui ont conclu que les BA accordent plus d'importance aux caractéristiques du produit que les SCR. En effet, les BA classent le produit comme la deuxième catégorie la plus importante lorsqu'il s'agit d'examiner une proposition d'investissement, alors que les SCR le classent en troisième position.

La divergence constatée dans la littérature sur l'importance du produit peut être liée à une mésentente entre les auteurs sur le degré d'innovation du produit. (Hellmann et Puri 2000) ont étudié l'influence de la stratégie du marché sur l'obtention du CR. Les résultats qu'ils ont obtenus ont indiqué que les entreprises ayant un produit innovant ont 1.69 fois plus de chances de recevoir un financement par CR que les imitateurs. Les résultats de (Hellmann et Puri 2000) indiquent également qu'un produit innovant permet d'obtenir un financement beaucoup plus rapidement. Ces résultats suggèrent que le rallongement du délai d'évaluation des SCR constaté par (Petty et Gruber 2011) peut être lié à une attente concernant des preuves faisant état de l'innovation des produits. L'importance du degré d'innovation du produit dans l'obtention d'un financement externe se reflète dans les résultats de (Burton, Sørensen, et Beckman 2002) qui indiquent que les entreprises qui adoptent une stratégie incrémentale n'ont pas besoin d'un financement externe car leurs produits ne présentent aucune incertitude et sont donc capables de générer suffisamment de revenus de ventes.

Si ces études indiquent que les entreprises qui adoptent une différenciation de leurs produits bénéficient d'une meilleure évaluation auprès des SCR (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012), d'autres ne semblent pas partager cet avis. (Kakati 2003) a indiqué qu'un produit unique n'a pas d'effet sur le succès contrairement à un produit présentant une PI. (Bruton et Rubanik 2002) ont suggéré que dans le contexte d'une économie en transition où les ressources financières tendent à manquer, l'adoption d'une stratégie de produit innovant peut être préjudiciable. Leurs résultats n'ont toutefois pas confirmé cette suggestion. Une solution dans ces économies peu développées consisterait à n'investir que dans des start-up qui connaissent déjà un certain succès (Ismail et Medhat 2019). Toutefois, cette hypothèse de

(Ismail et Medhat 2019) fut rejetée dans le sens où les SCR ne sont pas particulièrement désireuses d'investir dans des start-up similaires à d'autres qui ont réussi. Contrairement à (Bruton et Rubanik 2002), (Mueller, Westhead, et Wright 2012) ont conclu que l'incertitude concernant les débouchés des produits innovants, leur acceptation par les clients et la réaction des concurrents minimisaient les chances des spins offs universitaires du Royaume-Uni d'obtenir un financement par CR. De son côté, (Claudia B. Schoonhoven 2015) a remis en cause la capacité des produits innovants à réduire la responsabilité de la nouveauté. En effet, ces derniers sont consommateurs en termes de temps de R&D et risquent donc d'épuiser les ressources financières d'une nouvelle entreprise avant que les premiers produits ne commencent à générer des revenus stables (Claudia Bird Schoonhoven, Eisenhardt, et Lyman 1990).

Si l'on considère que l'obtention d'un financement exige l'acquisition d'une certaine légitimité, on peut donc imputer à cela cette divergence de la littérature quant aux effets du signal des produits innovants. (Zimmerman et Zeitz 2002) parlent de la nécessité pour une start-up qui introduit un produit innovant de créer des normes, valeurs, croyances, attentes conformes à l'identité et aux pratiques actuelles d'une organisation, puis à faire accepter ces normes, valeurs, etc. par les autres. Ainsi, il apparaît que le succès d'une innovation est conditionné par une obligation de légitimation auprès des tierces parties.

La divergence constatée sur l'importance du produit ne peut être expliquée entièrement par la mésestimation concernant son degré d'innovation. Des chercheurs suggèrent que les investisseurs font face à un défi sensoriel car ils ne savent pas comment interpréter le signal d'un nouveau produit (Plummer, Allison, et Connelly 2016). Divers modes de signalisation des produits furent toutefois proposés. (Milgrom et Roberts 1986) ont préconisé le recours au prix de lancement et à la publicité pour signaler la qualité potentielle auprès des clients. (Bagwell et Riordan 1991) ont affirmé qu'un prix de lancement élevé peut signaler une qualité élevée, parce qu'une entreprise à coûts élevés est plus disposée à restreindre le volume des ventes qu'une entreprise à faibles coûts. (Milgrom et Roberts 1986) soulignent toutefois les limites d'un tel mode de signalisation en indiquant que bien qu'il s'avère efficace pour prendre une décision d'achat, il ne révèle la qualité du produit qu'après utilisation de celui-ci. La même remarque peut être notée pour l'affiliation à une organisation de développement de l'entreprise qu'ont suggéré (Plummer, Allison, et Connelly 2016) pour révéler la qualité d'un produit.

À l'exception de l'étude de (Plummer, Allison, et Connelly 2016), les modes de signalisation du produit proposé dans les études antérieures l'ont été à destination des consommateurs dont les compétences sont limitées pour distinguer la qualité avant achat. Nous suggérons qu'une SCR peut être tout à fait capable de distinguer la qualité d'un signal de produit avant l'investissement et ce grâce à la diligence raisonnable qu'elle exerce. L'étude de (Dittmann, Maug, et Kemper 2004) sur 95 SCR organisées au sein de l'association allemande du CR a indiqué que dans de nombreux cas, les SCR évaluent la faisabilité technologique du produit. (Silva 2004) affirme que dans le cas de proposition visant des produits de consommation, les SCR se servent d'elles-mêmes ou de personne de leur cercle comme clients potentiels afin de tester la pertinence du nouveau produit. (Kollmann et Kuckertz 2010) affirment que le caractère innovant du produit/service de l'entreprise fait partie des deux critères qui sont nettement plus faciles à évaluer lors de la phase de sélection. Ils continuent en soulignant que les SCR sont au début du processus d'investissement tout à fait sûres de pouvoir décider si le degré d'innovation du produit répond à leurs exigences.

Ainsi dans notre expérimentation empirique, nous essayerons de démontrer l'effet du signal du produit.

La prochaine section mettra en évidence des signaux qui ne peuvent être classés ni dans les signaux des ressources de l'entrepreneur, ni dans les signaux des réalisations de la start-up. Bien qu'ils ne peuvent être regroupés dans aucune de ces deux catégories, ces signaux se révèlent être tout aussi importants.

Section 3 : L'effet des autres signaux sur la prise de décision de financement des sociétés de capital risque

Cette catégorie comprend des signaux qui n'ont pu être classés dans les deux catégories précédemment mises en évidence. Parmi ces signaux figurent :

- Le signal involontaire du genre;
- Les signaux interpersonnels;
- Le montant élevé du financement;
- Les parents propriétaires d'entreprises;
- Le plan d'entreprise;
- Les images et les couleurs figurant dans le plan d'entreprise;
- Le nom de l'entreprise;
- La croissance du marché cible.

3.1. Le signal involontaire du genre

Un signal involontaire est un signal émis par une partie sans même s'en rendre compte (M. Spence 2002). Ces signaux peuvent potentiellement rentrer en conflit avec des signaux intentionnels ou communiquer des informations négatives sur le signaleur (Connelly et al. 2011). Ces signaux involontaires ont été relativement ignorés dans la littérature (Janney et Folta 2003).

Dans cette étude, nous avons tenu compte d'une suggestion d'étude future formulée par (Connelly et al. 2011) en nous intéressant au signal du genre qui constitue un signal non intentionnel émis par une partie informée à destination d'une partie non informée et qui est susceptible d'avoir des effets négatifs sur l'obtention d'un financement par CR.

(P. Greene et al. 2003) dans leur document de synthèse sur la recherche universitaire sur l'entrepreneuriat féminin, ont avancé des statistiques du bureau du recensement américain indiquant une croissance du nombre d'entreprises créées par les femmes passant de 1.5 millions en 1972 à 9.1 millions en 1999. Toutefois les mêmes auteurs ont indiqué que la recherche sur l'entrepreneuriat féminin n'a pas suivi l'effervescence du terrain, dans le sens où les recherches généraient des théories applicables à tous et les études sur les différences étaient peu répandues voir inexistantes (P. Greene et al. 2003).

Ce n'est qu'avec le début des années 80 que la première vague de recherche sur l'entrepreneuriat féminin a émergé. Les thèmes fondamentaux abordés dans ces recherches étaient les caractéristiques du propriétaire de l'entreprise, le choix de l'industrie et les obstacles à la réussite. Dans les points qui suivent, nous allons aborder le volet de cette littérature traitant des obstacles financiers auxquels sont confrontées les femmes avec un accent sur l'industrie du CR.

3.1.1. Preuves sur l'existence de discrimination entre les sexes en matière de financement

L'article fondateur dans ce domaine selon (P. Greene et al. 2003) est celui de (Schwartz 1976) dans lequel les femmes interrogées soulignaient déjà l'existence de discrimination en matière de crédit entre elles et les hommes. Une étude ultérieure de (Hisrich et O'Brien 1982) avait abouti à des conclusions similaires. Dans le domaine de la haute technologie, (Sapienza et Timmons 1989; Sapienza et Gupta 1994) ont constaté que les groupes d'entrepreneurs potentiels étaient majoritairement masculins, donc une éventuelle influence du sexe sur l'accès au financement existe.

Dans le domaine du CR, le premier article à avoir abordé les discriminations entre les sexes est celui de (P. G. Greene et al. 2001) dans lequel, les auteurs ont exploité la base de données de la "venture capital association" sur 30 ans ce qui leur a permis de conclure que les femmes ne reçoivent que 2.4% de tout l'investissement en capital aux États-Unis, une tendance croissante mais insuffisante fut constatée vers la fin 1998 où les femmes avaient reçu 4.1% de CR.

Des études ultérieures ont abouti à des conclusions semblables. (Brush et al. 2001) dans leur étude réalisée sur des données allant de 1953 à 1998 révèlent que 5% du financement total par CR est allé à des entreprises détenues par des femmes. (Coleman et Robb 2009) se sont basés sur des données issues de la fondation Kauffman regroupant des informations sur 4928 entreprises qui ont démarré en 2004. Ces données leur ont permis de constater que les femmes démarraient leurs entreprises avec un capital 48% inférieur à celui des hommes. Des différences plus spectaculaires apparaissent lorsque l'on considère les sources de capitaux externes où les hommes ont utilisé deux fois plus de dettes professionnelles pour créer leur entreprise que les femmes, tandis que ces dernières dépendent davantage de dettes personnelles. En matière de CR, les hommes ont collecté trois fois plus que les femmes. Les résultats de (Coleman et Robb 2009) indiquent également une tendance persistante dans le temps; ainsi au cours des trois premières années d'activité, les femmes ont levé en moyenne 120 000\$ contre 200 000\$ pour les hommes.

Une littérature parallèle note l'absence d'effet du genre sur la survie (Kalleberg et Leicht 1991; Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994; N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) ainsi que sur le financement (Cassar 2004). Toutefois une étude ultérieure initiée par (Coleman 2016) qui visait la réactualisation des résultats de l'étude de 2009, a abouti à des conclusions similaires, bien que les femmes aient vu leur capital de démarrage augmenter, le fossé entre elles et les hommes s'est accentué passant de 48% de différence à 80%. L'analyse a également indiqué que les femmes dépendent beaucoup plus que les hommes de FP externes toutefois en matière d'utilisation elles avaient des chiffres inférieurs à ceux des hommes. Ces résultats sont préoccupants si l'on se réfère aux conclusions de (Guzman et Kacperczyk 2019) qui rapportent que les femmes ont 63% moins de chances d'obtenir du CR par rapport aux hommes. Ces résultats sont néanmoins expliqués par les différences sous-jacentes en ce qui concerne l'orientation vers la croissance.

Des tendances similaires en matière de discriminations financières apparaissent dans le cadre du financement par BA. (Becker-Blease et Sohl 2007) suggèrent que les femmes

reçoivent une petite proportion du total des capitaux d'anges, toutefois ce résultat est la conséquence de la faible demande de financement des femmes¹²¹ et non de chances inférieures d'obtention de financement. (Bosse et Taylor 2012; Malmström et al. 2020) indiquent que ces discriminations apparaissent également auprès des fonds de garantie de prêts tels que le SBA qui est pourtant censé aider les entreprises à obtenir des fonds¹²².

Ces divers résultats indiquent que les discriminations financières sont loin de concerner uniquement le financement par CR mais semblent s'élargir à l'intégralité des sources de financement. Ainsi les femmes chefs d'entreprise sont confrontées à un désavantage systématique pour obtenir le financement dont elles ont besoin pour créer de nouvelles entreprises et alimenter leur croissance. (Bosse et Taylor 2012) parlent du second plafond de verre, cette métaphore suggère que les femmes qui tentent d'échapper aux obstacles de l'avancement professionnel¹²³ par la création de leur propre entreprise échouent souvent en raison de l'apparition d'une autre forme de préjugé sexiste qui les empêche de mobiliser des capitaux.

Le prochain point s'intéresse aux motifs ayant conduit au gap de financement entre les sexes.

3.1.2. Les raisons des discriminations financières

La littérature sur les raisons de ces discriminations financières est très développée. (Alsos et Ljunggren 2017) suggèrent que les asymétries entre les sexes dans l'accès au financement peuvent être liées à des questions d'offre - *domination masculine parmi les SCR* - ou liées à des questions de demande - *différence entre les sexes en matière de capital humain, de capital social, ou d'aspiration de croissance* -.

3.1.2.1. Les questions liées à la demande

Les questions liées à la demande font référence à plusieurs insuffisances au sein de la population des femmes entrepreneures qui pourraient éventuellement constituer un obstacle à leur accès au financement.

¹²¹ Celles-ci représentent 8.86% des demandes de financement auprès des anges, lorsque les hommes représentent 91.14% (Becker-Blease et Sohl 2007).

¹²² En 2008, les femmes ont reçu en moyenne 165 073\$ de prêts et d'investissements garantis par la SBA contre une moyenne globale par entreprise de 242 090\$ (Bosse et Taylor 2012).

¹²³ Plus connu sous le terme du premier plafond de verre; métaphore mise en évidence par (Morrison et al. 1992) pour désigner les préjugés sexistes empêchant les femmes d'occuper des postes de cadres supérieurs.

3.1.2.1.1. Hétérogénéité entre les sexes en matière de ressources

Les différences entre les sexes en matière de capital humain, social et financier peuvent expliquer les difficultés des femmes à accéder au financement. (Becker-Blease et Sohl 2007) ont indiqué que dans les années 90, les hommes ont obtenu la majorité des diplômes en science et en ingénierie, de même les femmes ne représentent que 30 à 40% des étudiants en MBA. Ces chiffres se reflètent dans la main-d'œuvre professionnelle où les femmes ne représentent que 12.9% des ingénieurs, 20.3% des médecins, 30.8% des mathématiciens et 35.2% des spécialistes en sciences naturelles. (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) rapportent que les recherches antérieures notent des différences entre les sexes en matière d'expérience de création d'entreprises, d'expérience professionnelle antérieure ainsi qu'une moindre susceptibilité d'avoir fait partie d'équipes de démarrage à forte croissance. Du fait de ces carences en matière de capital humain, (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) ont conclu que les femmes trouvent que les choix stratégiques sont plus avantageux pour améliorer les chances de survie de leur entreprise comparativement aux hommes qui utilisent les ressources humaines.

(Guzman et Kacperczyk 2019) rapportent que les femmes subissent également des inégalités dans l'accès aux réseaux, ce qui a pour conséquence de les priver des facilités en matière d'évaluation de la qualité par les investisseurs. Les résultats de (Murphy et al. 2007) indiquent par ailleurs que seul le capital social d'expert a un effet sur l'obtention du financement par les femmes.

Compte tenu des résultats faisant état de l'importance des ressources financières de l'entrepreneur sur l'obtention du financement (Leland et Pyle 1977; Prasad, Bruton, et Vozikis 2000), des hétérogénéités dans les fonds apportés par l'entrepreneur pourraient expliquer les carences liées au genre dans l'accès au financement. (Coleman et Robb 2009) ont montré que les femmes démarraient leur entreprise avec 54 375\$ lorsque les hommes mobilisaient pas moins de 80 285\$. L'étude de réactualisation menée par (Coleman 2016) a montré que ce gap s'est accentué passant de 48% à 80%.

3.1.2.1.2. L'orientation vers la croissance

(Coleman et Robb 2009) ont rapporté que les entreprises féminines sont plus petites que celles appartenant à des hommes en termes de nombre d'employés, par ailleurs ces entreprises se concentrent dans les secteurs des services et du commerce de détail, alors qu'un très faible pourcentage est en croissance rapide ou dans des secteurs de haute technologie. Ainsi les

jeunes pousses fondées par des femmes ne représentent que 13% des 5% des start-up à forte croissance les plus importantes et 10% des 1% des start-up les plus importantes (Guzman et Kacperczyk 2019). Il semble donc que des considérations personnelles semblent l'emporter sur les considérations économiques dans la décision d'expansion de l'entreprise (Cliff 1998). Des études mises en évidence par (P. Greene et al. 2003) suggèrent par ailleurs une influence de la structure de propriété sur les potentialités en matière de croissance. Ainsi les partenariats mari/femme sont plus susceptibles d'avoir de plus faibles aspirations de croissance.

3.1.2.1.3. Pessimisme des femmes quant à leurs propres compétences

Plusieurs études suggèrent que les femmes ont tendance à avoir moins confiance en elles que les hommes, (Roper et Scott 2009) estiment que les femmes sont environ 7.4% plus susceptibles de percevoir des obstacles au démarrage d'une entreprise. (Bellucci, Borisov, et Zazzaro 2010) constatent que les femmes ont tendance à percevoir les événements comme plus risqués et à être plus réticentes au risque que les hommes. Les données de (Coleman 2016) indiquent que les femmes sont pessimistes quant aux prévisions de croissance de leur entreprise où elles sont 16% à s'attendre à un taux de croissance d'au moins 30%. Les résultats de croissance réelle ont indiqué que 58% des entreprises féminines ont connu une croissance d'au moins 30%.

3.1.2.2. Les questions liées à l'offre

Les questions liées à l'offre incombent exclusivement aux SCR et font principalement référence à la domination masculine parmi les SCR qui peut avoir pour conséquence le développement de stéréotypes et l'apparition du phénomène de l'homophilie.

3.1.2.2.1. Les stéréotypes

Les stéréotypes sont des préjugés négatifs qui peuvent être répandus chez les investisseurs. Ces derniers peuvent considérer que les hommes sont biologiquement programmés pour fournir un effort croissant, tandis que les femmes sont programmées pour être obéissantes et nourricières (Bosse et Taylor 2012). Cette interprétation conduit à considérer les hommes comme chefs d'entreprise et les femmes comme étant plus aptes à s'occuper des tâches ménagères et de l'éducation des enfants (Guzman et Kacperczyk 2019). (Bosse et Taylor 2012) suggèrent que ce stéréotype est en pleine croissance et omniprésent, ce qui implique qu'une certaine sexospécificité est susceptible d'apparaître dans les critères d'investissement

dans le monde du CR (Murphy et al. 2007). Par ailleurs, l'atypisme des femmes dans le monde de l'entrepreneuriat conduit à les considérer comme étant moins compétentes.

3.1.2.2.2. L'homophilie

Le phénomène d'homophilie fait référence au comportement selon lequel les individus ont tendance à s'associer avec d'autres personnes sur la base de caractéristiques similaires (Becker-Blease et Sohl 2007). Ainsi les gens appartenant à ce groupe ont tendance à traiter différemment les membres extérieurs simplement parce qu'ils sont différents. L'argument de l'homophilie suggère que tant qu'il y aura beaucoup plus d'hommes que de femmes chargées de la prise de décision d'investissement, il s'ensuit que les hommes qui recherchent des capitaux peuvent recevoir une part plus importante par rapport aux femmes (Bosse et Taylor 2012). L'étude de (Becker-Blease et Sohl 2007) a fourni des preuves de l'existence de l'homophilie dans le processus de recherche d'investisseur providentiel, ce qui a eu pour effet de réduire les demandes de financement émanant des femmes compte tenu de la faible représentativité de ces dernières dans la population des BA.

Dans le domaine du CR, les conclusions de (Coleman et Robb 2009) suggèrent un effet modérateur du genre dans l'interprétation des signaux de qualité (détection d'un brevet, diplôme universitaire, expérience de création d'entreprises) émis à destination des SCR. Autrement dit, à signal égal, les femmes et les hommes n'ont pas les mêmes chances d'obtenir un financement. Dans leur étude (Alsos et Ljunggren 2017) suggèrent que pour comprendre l'écart entre les sexes dans les nouveaux financements à risque, il faut comprendre comment le genre est intégré dans les signaux qui se produisent dans le cadre de la relation investisseur - entrepreneur. (Alsos et Ljunggren 2017) ont identifié trois façons dont les signaux intègrent le genre :

- Le recours des femmes à des stratégies de compensation¹²⁴ pour combler les différences de capital humain, social et financier entre les hommes et les femmes entrepreneurs;
- L'homophilie pousse les investisseurs masculins à désavantager les femmes dans leur évaluation des signaux;
- En raison de l'existence de stéréotype, il apparaît que des caractéristiques similaires sont interprétées différemment. C'est le cas du manque d'expérience

¹²⁴ Exemple : recrutement par les femmes de membres du conseil d'administration ayant une expérience et des compétences complémentaires.

entrepreneuriale qui est interprété positivement pour les hommes contrairement aux femmes.

De ce qui précède, on peut souligner que la signalisation ne peut être une solution appropriée aux discriminations entre les sexes¹²⁵. Dans leur étude, (Malmström et al. 2020) ont également mis en évidence le cadre simpliste d'une telle hypothèse. En effet, les SCR ont tendance à considérer les signaux qu'elles reçoivent en fonction du sexe. Ainsi lorsque les femmes signalent des qualités correspondant à un profil entrepreneurial, elles ont tendance à obtenir des considérations de prévention. Les hommes signalant de telles qualités obtiennent quant à eux des considérations de promotion. L'étude indique également que les considérations de promotion augmentent le montant de financement tandis que les considérations de prévention tendent à le diminuer. Le cadre de l'étude de (Malmström et al. 2020) renforce ces conclusions; en effet, malgré les retours sur investissement moins pressant des fonds gouvernementaux par rapport aux fonds traditionnels, les préjugés sexistes sont présents chez ces acteurs.

Des conclusions similaires à celles de (Coleman 2016; Alsos et Ljunggren 2017; Malmström et al. 2020) ont été apportées par (Eddleston et al. 2016) dans le contexte des banques. Leurs conclusions ont montré que le genre joue un rôle important dans la façon dont les signaux de qualité sont interprétés et récompensés par les banques.

Cette revue de littérature indique donc que le genre modifie les montants de récompenses reçus à partir des signaux de qualité émis à destination des SCR. Ainsi en abordant l'influence du genre, nous avons voulu mettre en évidence l'opinion selon laquelle le CR considère que les femmes émettent des signaux moins qualitatifs que les hommes.

3.2. Les signaux interpersonnels

L'émergence de cette catégorie de signaux dans la littérature sur le CR est très récente, elle remonte à 2018 avec la publication de l'article de (Ciuchta et al. 2018) sur l'effet de signal de la capacité d'encadrement de l'entrepreneur. Ces types de signaux existaient déjà dans la littérature sur les BA qui en raison de leur stade précoce d'investissement, recouraient à des signaux qui ne correspondent pas tout à fait aux exigences que doit remplir un signal notamment en termes de coûts (M. Spence 2002). Ces signaux répondent au besoin croissant d'investissement de plus en plus en amont des SCR. (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005)

¹²⁵ L'étude récente de (Lauto, Salvador, et Visintin 2022) a montré que la signalisation peut être une solution efficace à condition d'associer cette action à l'alliance avec des acteurs puissants. Dans le cadre développé par ces chercheurs, ces acteurs sont les universités et les professeurs.

indiquent que ces types de signaux sont particulièrement importants pour les fournisseurs de ressources lors des premières étapes de sélection du financement des nouvelles entreprises.

Pour (Ciuchta et al. 2018, 6) les signaux interpersonnels indiquent « *le style de comportement de l'entrepreneur et sa capacité à travailler avec les autres* ». Selon les mêmes auteurs, cette catégorie comprend la passion entrepreneuriale (Chen, Yao, et Kotha 2009), la capacité d'encadrement de l'entrepreneur (Ciuchta et al. 2018) et l'engagement personnel envers les autres (Busenitz, Fiet, et Moesel 2005) représenté par la proportion de la richesse personnelle investie dans la start-up. Il y a lieu toutefois de noter que dans notre classification nous avons exclu ce dernier signal car nous avons jugé plus pertinent de le classer au sein de la catégorie : signaux du capital financier.

(Ismail et Medhat 2019) sont sceptiques quant aux effets de cette nouvelle catégorie de signaux, estimant que ces critères ne peuvent être observés sans entrer dans une relation de travail avec les entrepreneurs. Aux vues donc des réserves de ces auteurs, il est donc intéressant d'examiner l'effet que peuvent avoir les signaux interpersonnels.

3.2.1. La passion entrepreneuriale

(Chen, Yao, et Kotha 2009) estime que la passion, mot réservé à la romance et au travail artistique est plus répandue qu'on ne le pense dans le monde des affaires, où elle constitue un indicateur important de la motivation d'un entrepreneur qui est en train de construire une entreprise. L'auteur estime donc que la passion pourrait constituer un facteur important dans les décisions d'allocation des ressources. En effet, sans passion les individus ne peuvent pas maintenir l'énergie nécessaire pour atteindre l'excellence et les cadres ne peuvent pas motiver ou inspirer les autres (Cheryl Mitteness, Sudek, et Cardon 2012).

(Mitteness, Sudek, et Cardon 2012, 593) définissent la passion « *comme une forte incitation ou un désir automatique envers une activité qu'on aime, que l'on trouve importante et dans laquelle on investit du temps et de l'énergie* ».

(Cheryl Mitteness, Sudek, et Cardon 2012) distinguent entre la passion vécue par l'entrepreneur qui n'est pas visible et la passion perçue qu'il manifeste aux autres.

Dans leur étude sur un échantillon d'évaluation d'investisseurs providentiels portant sur 241 opportunités réelles d'investissement, (Cheryl Mitteness, Sudek, et Cardon 2012) font état d'un effet positif de la passion perçue sur les évaluations du potentiel de financement. Ces conclusions vont à l'encontre des résultats obtenus dans le cadre du financement par CR où (Chen, Yao, et Kotha 2009) a cherché à savoir qui de la passion ou de la préparation influe le plus sur la décision d'investissement du CR. Les résultats d'évaluation de 31 plans d'entreprise

présentés à 55 investisseurs indiquent que c'est la préparation et non la passion qui a un effet significatif sur les décisions de financement. Des résultats similaires à ceux de (Chen, Yao, et Kotha 2009) sur l'effet de la passion sur la volonté d'investir des SCR furent apportées par (Ciuchta et al. 2018).

(Chen, Yao, et Kotha 2009) indique que ces résultats vont à l'encontre de ceux obtenus dans la littérature - *des études ont constaté que l'expressivité déclarée était positivement liée aux revenus commerciaux des entrepreneurs, au CA de leur entreprise et aux résultats financiers tels que la croissance des ventes, des revenus et de l'emploi* (Baron et Markman 2000; 2003). (J. R. Baum, Locke, et Smith 2001) *ont constaté que la passion pour le travail avait des effets positifs sur la croissance des entreprises* - toutefois leurs conclusions sur la passion ne sont pas inhabituelles dans la pratique. (Chen, Yao, et Kotha 2009) a indiqué qu'une SCR aimait la passion de Howard Schultz (acquéreur de Starbucks Corporation en 1987) mais ne comprenait pas comment on pouvait gagner de l'argent en vendant du café, elle n'a alors pas investi. Ces propos suggèrent que c'est la substance du plan d'affaire qui semble avoir compté pour l'investisseur et non la passion effective affichée. Par ailleurs l'instruction et l'expérience des SCR peuvent les rendre plus conscientes des dangers résultant de la focalisation sur l'expression d'émotion.

3.2.2. La capacité d'encadrement de l'entrepreneur

(Ciuchta et al. 2018) indiquent que l'aptitude à l'encadrement a reçu peu d'attention dans la recherche académique antérieure où seuls (C. Mitteness, Sudek, et Baucus 2010) ont constaté que la perception de la capacité d'encadrement était associée à la volonté des BA de passer à la diligence raisonnable. Bien que ce concept ait eu une moindre reconnaissance au sein de la communauté universitaire, la capacité d'encadrement fait l'objet d'une attention et d'une discussion considérable au sein de la communauté entrepreneuriale au sens large (Ciuchta et al. 2018). Si les médias sont d'accord sur les qualités associées aux entrepreneurs présentant cette faculté (l'humilité, ouverture aux idées, acceptation de la critique...), les investisseurs sont quant à eux mitigés (Ciuchta et al. 2018). Ces derniers se répartissent en deux groupes distincts : ceux axés sur les fondateurs qui acceptent les conseils et ceux qui estiment que les fondateurs ne peuvent être conseillés du fait de la radicalité de leurs idées (Ciuchta et al. 2018).

(Ciuchta et al. 2018, 2) définissent l'aptitude à l'encadrement comme « *la mesure selon laquelle un entrepreneur recherche, examine attentivement et intègre le retour d'information pour améliorer les performances de son entreprise* ».

(Ciuchta et al. 2018) suggèrent que l'aptitude à l'encadrement des entrepreneurs agira en tant que signal viable pour les investisseurs potentiels pour deux principales raisons :

- Les entrepreneurs plus faciles à encadrer offrent des récompenses financières potentiellement plus élevées;
- Les entrepreneurs plus faciles à encadrer offrent un rendement attendu plus élevé sur les ressources non financières de l'encadreur tels que le temps, l'énergie, les émotions investies dans la relation et par extension dans l'entreprise.

Ainsi comparativement à d'autres signaux qui n'offrent que des indications sur les retours financiers de l'investisseur, la capacité d'encadrement fournit également une indication sur le type de retour que l'on peut attendre des ressources sociales de l'investisseur (Ciuchta et al. 2018).

Les résultats obtenus par (Ciuchta et al. 2018) sur un échantillon de 48 participants des États-Unis et de Turquie - à l'émission télévisée américaine "*Shark Tank*" où des entrepreneurs présentent leur entreprise à des investisseurs potentiels - font état d'un effet positif de la capacité d'encadrement sur la décision d'investir. Cette variable explique 4% de la variance supplémentaire de la volonté d'investir toutefois son impact est conditionné par l'expérience de l'investisseur en matière d'encadrement. Ainsi, la capacité d'encadrement apparaît comme un signal important de l'investissement en CR et dont la visibilité est déterminée par l'expérience de la SCR en matière d'encadrement.

3.3. Le montant élevé du financement

Dans une étude cherchant à savoir pourquoi certaines jeunes pousses obtiennent des fonds auprès des banques et d'autres auprès des investisseurs en CR, (Ueda 2004) a mis en évidence un certain nombre de caractéristiques d'entreprises financées par CR. Parmi ces caractéristiques figure la spécialisation des SCR dans le financement des grands projets. Cette spécificité est conforme à l'argument de (S. Kaplan et Stromberg 2003) qui ont constaté que les investisseurs en CR investissent en moyenne 4.5 millions de \$ dans les entreprises de leur portefeuille à chaque étape. (Fenn, Liang, et Prowse 1995) ont indiqué que les investisseurs en CR ont tendance à financer des montants plus importants que les autres investisseurs en CI. (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) suggèrent qu'une demande de financement trop faible peut amener la SCR à penser que l'opportunité n'est pas suffisamment importante pour être intéressante ou que les entrepreneurs ne sont pas particulièrement avertis ou les deux.

Ces propos de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) indiquent qu'une demande de financement faible ou élevé peut opérer un équilibre de séparation entre entrepreneurs de haute qualité et entrepreneurs de faible qualité. Par ailleurs, le montant de financement est un indicateur facilement observable pour une SCR, dans le sens où il est explicitement mentionné dans le plan d'entreprise. Ainsi un montant élevé de financement peut être considéré comme un signal qu'un entrepreneur peut émettre à destination d'une SCR. Il y a lieu de noter qu'ici le coût du signal fait référence à la perte d'opportunité (en termes de temps perdu résultant du délai d'attente conduisant au refus ou à l'acceptation de l'investissement pour un entrepreneur et qu'il aurait pu exploiter pour d'autres activités plus productives).

Si (T. T. Tyebjee et Bruno 1984) et (Wetzel 1987) ont indiqué que l'ampleur de l'investissement influence les décisions des investisseurs, des études plus récentes (Shane et Cable 2002; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) ne trouvent aucun lien entre un montant élevé de financement et une plus grande probabilité de recevoir un financement par CR. Par ailleurs, aucune de ces études n'a fait état de la valeur du signal d'un montant élevé du financement. D'où l'intérêt d'examiner la valeur de signal du montant de financement.

3.4. Les parents propriétaires d'entreprises

L'examen de la littérature révèle l'absence de consensus sur la classification de cette variable. Si (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) considéraient le fait d'avoir des parents propriétaires d'entreprises comme une source de savoir-faire en matière de gestion, (Davidsson et Honig 2003) l'ont considéré comme un capital social d'attachement, quant à (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) ils l'ont intégré dans la catégorie du capital humain. Cette absence de consensus nous a poussés à intégrer cette variable dans la catégorie autres signaux.

Un certain nombre d'études ont noté que les entrepreneurs sont plus susceptibles d'être issus de familles dont les parents possédaient une entreprise (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992; Duchesneau et Gartner 1990), l'argument étant que les parents serviraient de modèles. (Davidsson et Honig 2003) ont indiqué que l'entrepreneuriat parental a un effet sur l'acte entrepreneurial, mais pas sur l'exploitation réussie, ni encore sur les ventes et la rentabilité. (Hurst et Lusardi 2004) ont montré que le fait d'avoir des parents entrepreneurs affecte beaucoup plus la probabilité qu'un enfant devienne entrepreneur que le fait d'avoir des parents riches. Un autre argument suggère que les enfants entrepreneurs qui ont accès au lieu du travail des parents acquièrent des qualifications entrepreneuriales (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) qui leur permettraient de créer des entreprises axées sur la croissance. Les

résultats obtenus par (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) suggèrent que la propriété parentale contribue à la survie, mais pas à la croissance, ce résultat contraste avec celui de (Brüderl, Preisendörfer, et Ziegler 1992) pour qui le travail indépendant des parents n'a pas d'effet sur la survie, toutefois il a un fort effet sur l'investissement en termes de montant alloué au projet. Un tel effet sur le financement pourrait s'expliquer par les résultats obtenus par (Honig 1998) qui a indiqué que le statut professionnel élevé du père a augmenté les revenus de 42% pour les entreprises sans salariés et 28% pour les entreprises ayant des salariés, quant à celui de la mère de 42% et 14% respectivement.

Bien que ces études antérieures aient apporté des preuves de l'effet de l'entrepreneuriat parental sur des variables telles que la création d'entreprise, la survie, l'obtention de financement, aucune n'a indiqué la valeur de signal de l'entrepreneuriat parental.

Nous suggérons que le travail indépendant des parents peut servir de signal pour l'obtention d'un financement par CR puisqu'il véhicule des informations sur d'éventuelles compétences acquises de l'observation des parents. Ce signal devrait par ailleurs être conforme aux exigences de coûts et d'observabilité formulées par (M. Spence 2002) :

- L'observation du signal du travail indépendant des parents sera facilitée par la réputation de ces derniers et qui se reflète dans le nom que porte l'entrepreneur;
- Le coût d'un tel signal est lié à la perte éventuelle qui résulterait de l'engagement dans une activité entrepreneuriale comparativement à un travail salarial plus certain.

3.5. Le plan d'entreprise

Le plan d'entreprise est considéré par (Barrow, Barrow, et Brown 2008) comme l'étape la plus importante dans le lancement d'une nouvelle entreprise ou dans l'expansion d'une entreprise existante, (Kuratko et Hodgetts 2001) suggèrent que le plan d'entreprise est le document minimum requis par toute source de financement, (Osnabrugge 2000) indique que les SCR exigent dans le cadre de leur diligence raisonnable le recours à un plan d'entreprise complet, car il peut être le seul contact que possède un bailleur de fonds avec l'entrepreneur (Shepherd et Douglas 1999). (Douglas et Shepherd 2002) ont indiqué que le plan d'entreprise peut être un support où seront précisées diverses stratégies et tactiques spécifiques de réduction de l'ignorance ce qui indiquera aux investisseurs que les risques sont effectivement reconnus et gérés efficacement par une équipe de direction compétente. Le plan d'entreprise apparaît donc « *comme le billet d'entrée qui donne à l'entrepreneur sa première et souvent*

son unique chance d'impressionner les sources de financement potentielles par la qualité de sa proposition » (Barrow, Barrow, et Brown 2008).

(Manigart et al. 2000) ont examiné l'importance pour l'évaluation de 22 sources d'information et ceux dans cinq pays. Leurs résultats ont indiqué que le plan d'entreprise est le premier outil d'évaluation utilisé par les SCR en France, le deuxième aux États-Unis¹²⁶, et troisième aux Pays-Bas, Belgique et au Royaume-Uni. Bien que les SCR accordent une importance au plan d'entreprise, (Dittmann, Maug, et Kemper 2004) indiquent que 50% d'entre elles n'utilisent pas les chiffres originaux figurant dans ces plans et se fient plutôt sur leur propre étude interne.

L'examen de l'effet du plan d'entreprise sur la décision de financement fait état de résultats mitigés. Si (Shane et Cable 2002; Audretsch, Bönte, et Mahagaonkar 2012) font état d'un effet positif sur la décision de financement des SCR. D'autres (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) tablent plutôt sur la non-pertinence d'un tel document pour les SCR. (Roure et Keeley 1990) suggèrent quant à eux que le niveau de détails du plan d'entreprise est négativement corrélé avec le succès. Plus récemment, (ADJALI 2018), dans le contexte algérien a conclu que le plan d'entreprise est positivement corrélé avec le succès.

Les raisons d'une absence de significativité du plan d'entreprise sont diverses; (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000) ont indiqué que l'entrepreneur aura tendance à ne présenter dans ce plan que des informations favorables. Ces propos sont conformes à ceux de (Douglas et Shepherd 2002) qui ont indiqué que le plan d'entreprise est un document qui communique l'enthousiasme et la viabilité de la nouvelle entreprise. Pour (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) sa non-pertinence peut s'expliquer par la facilité qu'offre l'environnement actuel en ce qui concerne sa confection. En effet, sa rédaction est enseignée dans les cours universitaires, des échantillons de plan d'entreprise sont facilement disponibles et les logiciels de rédaction de plan d'entreprise ont proliféré. Ils concluent en faisant référence à la théorie de signal qui suggère que lorsque le coût de production d'un signal est faible, celui-ci perd ses attributs de qualité auprès des investisseurs potentiels.

Bien que (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) aient fait référence à l'affaiblissement du coût de production du plan d'entreprise, aucune étude ne fait état de sa valeur de signal. L'étude de (Manigart et al. 2000) suggère que son observabilité ne devrait pas poser problème puisqu'il constitue un outil essentiel d'évaluation dans son échantillon. Par ailleurs, le plan d'entreprise devrait au moins avoir un coût d'opportunité associé à sa confection.

¹²⁶ Derrière la propre diligence raisonnable des SCR.

3.6. L'effet des images et des couleurs

Face au nombre croissant de demandes de financement au stade de sélection, les SCR ont besoin d'indicateurs facilement observables qui leur permettront de prendre une décision d'investissement rapidement. Les indices visuels tels que les images et les couleurs correspondent bien aux exigences des SCR car ils sont plus faciles à traiter que les informations écrites. (Chan et Park 2015) suggèrent que ces deux indicateurs encouragent le traitement heuristique qui permet de parvenir à une décision d'acceptation ou de refus en moins de six minutes (J. Hall et Hofer 1993).

L'article de (Chan et Park 2015) est le seul à notre connaissance qui a abordé les effets des images et des couleurs sur la décision d'investissement des SCR.

Il y a lieu d'indiquer que ces deux indicateurs en tant que signaux ne remplissent que partiellement les exigences de valeur associées au signal, puisqu'ils ne répondent qu'à l'exigence d'observabilité du signal. Ils sont donc associés au nouveau courant de signaux bien connu dans la littérature sur les BA et qui petit à petit commence à se développer dans le contexte des SCR.

3.6.1. L'effet des images sur les décisions des sociétés de capital risque

(Chan et Park 2015) suggèrent deux motifs à l'influence positive des images sur la décision de sélection d'une entreprise :

- Les investisseurs sont plus susceptibles de se souvenir d'une entreprise qui présente des images de produits que d'une autre qui n'en a pas;
- Les images de produits sont plus marquantes et plus influentes que les informations présentées par d'autres moyens, écrites ou auditives et sont plus susceptibles d'être perçues comme un indicateur important de la rentabilité de l'entreprise.

(Chan et Park 2015) ont testé les effets des images dans le contexte d'un concours de plans d'affaires (étude 1) et en interrogeant 54 participants à une exposition internationale sur les entreprises franchisées qui s'est tenue dans une grande ville de la côte est des États-Unis (étude 2).

Les résultats de l'étude 1 ont permis de valider l'effet de l'image sur les décisions de financement, toutefois l'étude 2 n'a pas permis l'observation d'un tel effet. Les résultats concernant l'effet des images sur la prise de décision des SCR sont donc mitigés. Ils gagneraient à être explorés davantage.

3.6.2. L'effet des couleurs sur les décisions des sociétés de capital risque

(Chan et Park 2015) suggèrent que les couleurs n'ont pas seulement une valeur esthétique et un intérêt pour la présentation des informations mais elles peuvent influencer aussi automatiquement les décideurs. (Chan et Park 2015) indiquent que leur influence dépendra des connotations auxquelles elles sont associées. Ainsi le rouge devrait influencer négativement la prise de décision des SCR car il est souvent corrélé avec le danger, l'erreur et la perte respectivement dans les secteurs routier, éducatif et financier.

Les effets négatifs résultant de l'utilisation de la couleur rouge ont été confirmés par les deux études de (Chan et Park 2015).

Contrairement au rouge, (Chan et Park 2015) suggèrent que la couleur bleue devrait quant à elle être associée à des connotations positives et permettra donc d'attirer un grand nombre d'investisseurs, le bleu étant la couleur du ciel, il génèrera donc la tranquillité et la sécurité (R. Mehta et Zhu 2009). Ainsi une nouvelle entreprise qui utilise le bleu dans son document de planification permettra aux investisseurs de l'associer à la rentabilité (R. Mehta et Zhu 2009).

Les résultats empiriques menés dans le cadre des deux études, n'ont pas permis à (Chan et Park 2015) de valider leurs prédictions concernant les effets positifs résultant de l'utilisation de la couleur bleue dans le plan d'entreprise.

3.7. L'effet du nom de la start-up

Le nom d'une entreprise est imprégné de sens et de réputation et permet d'identifier l'entreprise auprès de multiples publics internes et externes (P. M. Lee 2001). Des noms comme Disney, Gucci, HP... incarnent l'histoire, la culture, l'identité de la marque, la réputation et d'autres caractéristiques qui nécessitent des années pour se développer (Fombrun et Shanley 1990). (Belenzon, Chatterji, et Daley 2017) suggèrent que le choix du nom est un choix important et très visible que les nouveaux propriétaires d'entreprises doivent faire au point où il existe une prolifération de guides et une industrie consultante à l'intention des praticiens pour le choix d'un nom commercial.

(Tadelis 1999, 2) a défini le nom comme « *l'étiquette qui résume la liste des attributs physiques du comportement passé et de toutes autres caractéristiques que possède le porteur du nom* ». (Tadelis 1999) continue en indiquant que dans le contexte des entreprises, « *le nom est un identifiant qui est associé de manière unique aux caractéristiques et aux performances des entreprises* ».

L'étude de (Ingram 1996) fut l'une des premières à examiner l'effet de l'utilisation de stratégies de nommage distinctes sur la génération de l'engagement dans la population des chaînes d'hôtels aux États-Unis de 1896 à 1980. Les résultats obtenus par (Ingram 1996) ont montré que les chaînes qui utilisent une stratégie de nommage identique ont des taux d'échec plus faibles et des taux de croissance plus élevés que les chaînes utilisant des stratégies de nommage différentes ou d'identification locale¹²⁷. Une stratégie de nommage identique permet donc de générer un engagement dans le sens où un client ayant fréquenté une chaîne hôtelière dans une ville s'attendra à une qualité de prestation similaire dans une autre ville. Une réputation négative à ce niveau serait dramatique car ses répercussions frapperaient l'intégralité de la chaîne et pas seulement un hôtel. L'effet d'engagement généré par un nommage identique est donc très important compte tenu de la faible probabilité pour qu'un voyageur retourne dans un hôtel particulier (Ingram 1996).

Les effets des stratégies de nommage ont également été identifiés dans une étude plus récente. (McDevitt 2014) a testé un modèle dans lequel les plombiers nomment leur entreprise pour signaler la qualité. Les résultats qu'il obtient ont indiqué que les plombiers de mauvaise qualité utilisent des noms qui apparaissent au début des listes alphabétiques pour attirer des clients qui n'investissent pas trop dans la recherche d'un bon plombier. Toutefois, les plombiers de qualité supérieure s'appuient sur la fidélité des clients et le bouche-à-oreille.

Durant la fièvre internet, beaucoup d'entreprises ont voulu s'identifier¹²⁸ à ce secteur à l'égard de l'aide que peut leur apporter cette identification dans l'acquisition de ressources. (P. M. Lee 2001) s'est intéressé aux effets de deux types d'objectifs (esthétique et stratégique) résultant d'un changement de nom. Un tel changement vise à signaler l'appartenance à un groupe social différent et est adopté lorsqu'il existe une divergence entre l'identité organisationnelle - *ce que les membres de l'organisation considèrent comme central, durable et distinctif* - et l'image - *la façon dont les membres de l'organisation croient que les autres voient l'organisation* -.

Les résultats de l'étude de (P. M. Lee 2001) ont permis de constater une réaction positive du cours des actions résultant d'un changement de nom de société, cette conclusion est conforme aux résultats d'une étude ultérieure de (Oppenheimer 2006), toutefois les résultats obtenus par (P. M. Lee 2001) ont indiqué une réaction plus importante des cours des actions au changement de nom ayant des objectifs stratégiques. L'effet d'un changement de nom pour

¹²⁷ Nommer l'hôtel par un nom typique ancré dans l'histoire de la ville où il est situé (Ingram 1996).

¹²⁸ Cette identification se faisait par l'intégration d'un suffixe ".com" (P. M. Lee 2001).

l'échantillon basé sur l'image est de 29.83%, il est de 316.09% pour celui basé sur d'autres stratégies. Les mêmes variabilités des effets de changement de nom en fonction des objectifs ont été constatées pour le volume des échanges qui est plus de cinq fois supérieur pour les entreprises qui visent un objectif stratégique par le changement de leur nom.

(T. C. Green et Jame 2013) notent que plusieurs recherches ont indiqué que des sentiments de familiarité et d'affinité pourraient influencer le comportement des investisseurs. Des études ont indiqué que les produits dont le nom est facile à prononcer bénéficient d'une meilleure reconnaissance de la marque. (Oppenheimer 2006) constate que des mots courts et simples sont traités plus couramment, ce qui active les états affectifs positifs et influence l'évaluation des déclarations.

L'étude de (T. C. Green et Jame 2013) a examiné les effets de la fluidité du nom de la société sur l'étendue de la propriété, la liquidité et la valeur de l'entreprise. Les résultats qu'ils obtiennent confirment l'impact de la fluidité. Celle-ci est associée à une augmentation respective de 2.03% de la propriété de l'entreprise et de 2.53% de la valeur comptable. Par ailleurs, (T. C. Green et Jame 2013) ont montré que les fonds d'investissement à dénomination courante reçoivent des entrées annuelles 2.5% supérieures à celles des fonds à dénomination moins courante.

Dans un tout autre registre, des études plus récentes (Belenzon, Chatterji, et Daley 2017; 2019) ont examiné l'utilisation de nom éponyme, c'est-à-dire où l'entreprise porte le nom de son propriétaire. Une telle pratique pourrait générer la fusion de la réputation de l'entreprise avec celle de l'entrepreneur. Bien que des praticiens aient déconseillé le recours à de telles pratiques de nommage considérant qu'elles indiquent un manque de créativité et pourraient même influencer négativement la valeur de revente. (Belenzon, Chatterji, et Daley 2017) ont apporté des conclusions qui vont à l'encontre des recommandations de ces praticiens. Ces auteurs ont démontré que l'éponyme est lié à une performance supérieure de l'entreprise dans le sens où il génère un rendement de l'actif supérieur de 3 points de pourcentage. Cette augmentation de la performance résultant de l'adoption d'un nom éponyme est principalement due à l'effet précédemment mis en évidence de fusion de la réputation.

Ainsi, (Belenzon, Chatterji, et Daley 2017) ont démontré que l'éponyme fonctionne comme un signal de qualité. Toutefois ces auteurs se sont limités à examiner les effets de l'éponyme sur la performance et dans le contexte des grandes entreprises. Notre étude testera empiriquement les effets de l'éponyme sur l'obtention d'un financement par des start-up qui exercent dans un environnement particulièrement sujet à l'asymétrie d'information.

Un tel examen se révèle par ailleurs pertinent du fait des conclusions contradictoires apportées par une étude ultérieure de ces auteurs. (Belenzon, Chatterji, et Daley 2019) ont démontré qu'une stratégie éponyme transmet le message suivant : l'entreprise offre un produit de haute qualité, mais à de faibles perspectives de croissance¹²⁹. Une dénomination éponyme indiquerait donc qu'une entreprise est de qualité, mais non évolutive. Ce résultat peut paraître déroutant compte tenu des performances supérieures de ces entreprises éponymes. Une explication à cette ambiguïté a toutefois été fournie par (Belenzon, Chatterji, et Daley 2019) : Comme la croissance nécessite des financements extérieurs, les investisseurs peuvent être réticents à fournir des fonds aux entreprises éponymes bien qu'elles présentent des performances supérieures.

Une telle réticence peut avoir plusieurs raisons (Belenzon, Chatterji, et Daley 2019) :

- L'éponyme du fait de sa faculté à renforcer l'association entre l'entreprise et le fondateur, pourrait conférer à l'entrepreneur des droits de contrôle plus importants;
- Du fait des inégalités résultant de l'attribution des droits de contrôle, l'éponyme pourrait rendre plus difficile pour l'entrepreneur d'attirer/maintenir l'équipe de personnes très talentueuses dont l'entreprise a besoin pour une perspective de croissance;
- L'existence de contraintes empêchant les financiers d'exercer une diligence raisonnable.

En définitive, (Belenzon, Chatterji, et Daley 2019) suggèrent que si l'éponyme est un obstacle à l'obtention de financement, les entreprises de haute qualité ayant un potentiel de croissance seraient confrontées à un compromis dans le choix entre :

- Les avantages amplifiés de l'éponyme en termes de réputation.
- La renonciation à l'amplification de la réputation au profit d'un accès plus large au financement et à la croissance par le biais d'un nom non éponyme.

3.8. L'effet de la croissance du marché cible

Les études ayant examiné la croissance en tant que déterminant du financement par CR ont eu tendance à s'intéresser soit à la croissance de la start-up elle-même soit à la croissance de son marché cible.

Les études ayant exploré la croissance de la start-up elle-même sont peu répandues, à notre connaissance il n'y a que (Davila, Foster, et Gupta 2003) et (Cosh, Cumming, et Hughes

¹²⁹ (Belenzon, Chatterji, et Daley 2019) ont indiqué que la croissance des entreprises éponymes est de 2.1% contre 4.1% pour les entreprises non éponymes.

2009) qui se sont intéressés à ce point. À l'égard du faible ancrage littéraire et au vu des conclusions de (Davila, Foster, et Gupta 2003) qui indiquent que la croissance est une conséquence et non une exigence de l'investissement en CR nous préférons nous concentrer sur l'effet de la croissance du marché cible.

(Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985) furent parmi les premiers à examiner l'effet de la croissance du marché cible. Leurs résultats indiquent qu'une croissance significative du marché cible est le septième critère le plus fréquemment utilisé par les SCR. Pour ces auteurs, être sur un marché cible protège contre le risque de perte de l'investissement. L'étude de (Roure et Maidique 1986) qui s'est intéressée aux facteurs de préfinancement qui influent sur le succès de huit entreprises de haute technologie a indiqué que l'intégralité de ces entreprises visaient des marchés à forte croissance. Ils concluent en indiquant que la croissance du marché ne permet pas de distinguer entre le succès et l'échec. Ces conclusions sont conformes à celles de (R. Stuart et Abetti 1987) et (Woo et Cooper 1981) dont les résultats indiquent que les entreprises qui pénètrent des marchés plus petits ou à croissance plus lente s'en sortent mieux que celles des marchés plus importants et à croissance plus rapide. Contrairement à ces études, les résultats obtenus par (Duchesneau et Gartner 1990) révèlent l'importance de la croissance en tant que déterminant de succès. Les effets variables de la croissance du marché sur le succès peuvent être imputés à la variabilité des instruments de mesure du succès utilisés. À l'exception de ces études, celles qui ont suivi ont toutes abouti à des effets positifs résultant de la croissance.

(Eisenhardt et Schoonhoven 1990) ont utilisé plusieurs approches analytiques et ont conclu que la création d'une entreprise sur un marché en croissance est positivement corrélée avec la croissance des entreprises de semi-conducteur examinées. Dans le cadre de l'industrie du CR, (J. Hall et Hofer 1993) soulignent l'importance de la croissance du secteur dans lequel l'entreprise exerce son activité dans l'examen initial de la SCR. Cette importance reste constante même dans le cadre des petits marchés d'actions¹³⁰ tel que le marché portugais (Silva 2004). L'étude de (Mason et Stark 2004) qui a cherché à savoir comment les différents investisseurs examinent les plans d'affaires a indiqué que les SCR accordent la plus grande importance aux questions de marché. Une explication à ce résultat fut apportée par (Bachher et Guild 1996) qui indiquent que comparativement au BA, la SCR a des exigences en matière

¹³⁰ L'étude récente de (Ismail et Medhat 2019) menée dans le contexte égyptien n'a pas abouti à une linéarité de l'importance de la croissance du marché cible dans les industries de CR peu développées tel que rapporté par (Silva 2004). Il y a lieu de souligner que (Ismail et Medhat 2019) étaient quelque peu étonnés du résultat qu'ils ont obtenu. Ils ont suggéré que ce résultat peut être lié à un décalage entre le marché identifié par une start-up et le marché réel qu'elle dessert ou à l'inexactitude des taux de croissance rapportés.

de retour sur investissement. Les résultats concernant les effets résultant de l'implantation sur un marché en croissance ont été confirmés par des études plus récentes menées en France (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) et au Kenya (Njubi 2018). Étonnamment, l'étude de (Ismail et Medhat 2019) en Egypte n'a trouvé aucun effet sur la décision de financement d'une croissance plus élevée du marché cible.

Ainsi les conclusions obtenues dans le cadre du financement par CR semblent soutenir fortement les propos de (Zider 1998) qui indique que quel que soit le talent ou le charisme des entrepreneurs, ils reçoivent rarement le soutien d'un fonds de CR si leur entreprise se situe dans des segments de marché à faible croissance. En effet, il semble plus facile de se développer dans des segments à forte croissance que dans ceux à faible croissance. (Porter 1980) soutient qu'un nouveau venu dans une industrie à croissance rapide peut subir moins de représailles, car les opérateurs historiques peuvent maintenir une forte performance financière, chose qui est possible par la croissance rapide de l'industrie. (Peltzman 1977) note qu'une croissance rapide du marché peut être bénéfique pour les petites entreprises, car elle permet de réduire les coûts et d'assimiler plus rapidement les compétences et les connaissances essentielles pour être effectivement compétitives sur le marché. (Porter 1980) introduit une condition à cette réduction de coût, en indiquant que l'industrie doit être à ces premières étapes du cycle de vie. Autrement dit, l'entrepreneur doit être pionnier sur le marché.

(Montgomery et Lieberman 1988) ont mis en évidence plusieurs sources d'avantages pour les pionniers tels que le leadership technologique, le monopole sur des actifs rares comme les ressources naturelles, la sélection des niches de marché les plus attrayantes...

Dans le cadre de notre expérimentation empirique, nous testerons l'effet de la croissance du marché par l'implantation sur un marché pionnier¹³¹. Comparativement à l'implantation dans une industrie à croissance rapide où plusieurs entreprises se font concurrence, un marché pionnier est intuitivement associé à des perspectives de croissance future. Les exemples émanant de l'expérience industrielle de l'homme suggèrent que la plupart des entreprises qui ont su conquérir un marché pionnier ont vu celui-ci connaître une croissance exponentielle.

¹³¹ (Montgomery et Lieberman 1988) ont suggéré qu'il est très difficile de définir un marché pionnier. En effet une entreprise qui se retrouve troisième dans l'ordre d'entrée d'un marché de 20 entreprises est considérée comme une suiveuse précoce. Toutefois, la même entreprise sur un marché de quatre entreprises est considérée comme une suiveuse tardive. Dans le cadre de notre étude, nous définissons un marché pionnier comme un marché qui exploite une discontinuité technologique et dont les perspectives de croissance peuvent être facilement estimées. Cette définition est donc conforme aux propos de (Zider 1998), qui indique que le choix d'un segment de marché non éprouvé est une chose que les SCR évitent.

Par ailleurs, l'implantation sur un marché pionnier concorde avec les objectifs d'innovation d'une start-up.

Enfin, il y a lieu de noter qu'à notre connaissance aucune étude n'a abordé le rôle de signal que peut avoir l'implantation sur un marché en croissance. Un tel signal remplit toutefois les exigences formulées par (M. Spence 2002). Conformément à l'instrument de mesure adopté, l'observabilité se reflétera dans les potentialités du marché ciblé en matière de croissance¹³². Le coût est ici associé au rétrécissement des bénéfices futurs résultant de l'entrée d'autres entreprises sur le marché et à l'incertitude liée à l'implantation dans ce type de marché. (Montgomery et Lieberman 1988) suggèrent que les inconvénients du premier arrivé sont les avantages dont profitent les retardataires (possibilité de profiter des investissements des premiers arrivants, la résolution des incertitudes technologiques...).

¹³² Exemple : comparativement au marché des véhicules thermiques, le marché des véhicules électriques est associé à des taux de croissance plus importants.

Conclusion du chapitre

Si l'obtention d'un financement dans les grandes entreprises s'avère être une simple formalité, dans les petites entreprises cette tâche relève du parcours du combattant et se révèle être d'une importance majeure dans le sens où elle conditionne généralement la continuité ou l'arrêt de la start-up.

Dans ce chapitre, nous avons présenté une démarche permettant à la partie informée (en l'occurrence la start-up) de signaler sa qualité auprès de la partie non informée (SCR). La revue de littérature nous a permis de distinguer 28 signaux pouvant être utilisés pour signaler la qualité et faciliter l'obtention d'un financement.

Dans un objectif de structuration de cette littérature, nous avons classé ces signaux dans trois catégories :

- Les signaux des ressources de l'entrepreneur qui comprennent à la fois les ressources immatérielles (savoir, expérience et réseaux de relations de l'entrepreneur ou de l'équipe fondatrice) ainsi que les ressources financières qu'il a accumulées tout au long de sa vie.
- Les signaux des accomplissements de la start-up qui intègrent les réalisations de la start-up et qui signalent à la SCR que les fondateurs ne veulent pas prendre l'argent et s'enfuir. Les actions coûteuses entreprises par la start-up (établissement physique, développement d'un produit, sollicitation ou obtention de financements auxiliaires) permettent ici un tel effet de signal.
- La dernière catégorie de signaux comprend des signaux qui n'ont pu être classés dans les deux catégories antérieures. Parmi ces signaux, on retrouve les signaux involontaires qui sont des signaux émis contre la volonté du signaleur et qui sont représentés par le signal du genre. Cette catégorie comprend aussi les signaux interpersonnels qui représentent une nouvelle catégorie de signaux qui répond au besoin d'investissement de plus en plus en amont des SCR.

Au-delà de permettre la réduction du problème de l'adverse sélection (Akerlof 1970) et de l'obtention d'un financement, la signalisation se révèle être une démarche nécessaire face au nombre de demandes que reçoivent les SCR et au temps qu'elles y consacrent qui est d'environ 6 minutes par demande de financement (J. Hall et Hofer 1993).

Dans le prochain chapitre, nous expérimenterons empiriquement l'effet de ces signaux sur l'obtention d'un financement. Ceci nous permettra de répondre aux hypothèses formulées

initialement. Ces dernières suggèrent que la maturité du marché de CR devrait modérer les déterminants de la prise de décision, dans le sens où les informations financières se révéleront plus pertinentes que les signaux.

Chapitre 6 :
**Étude empirique sur les déterminants de la prise de décision de
financement au sein de l'Algerian Startup Fund**

*« Il vaut mieux prendre des décisions audacieuses et risquer de se tromper, plutôt que tergiverser sans fin et
avoir raison trop tard »*

Marilyn Kennedy

« La qualité sans résultat c'est inutile, le résultat sans qualité c'est ennuyeux »

Johan Cruyff

« La pratique sans théorie est aveugle; la théorie sans pratique est vide »

Kwame Nkrumah

Introduction au chapitre

Les 40 dernières années ont été marquées par une généralisation et une croissance fulgurante du CR dans le monde (Ismail et Medhat 2019). Pour ces chercheurs, une telle croissance n'a cependant pas été accompagnée par un assouplissement des règles d'octroi de fonds au sein des SCR.

Cette rigidité pour le financement a eu pour effet selon (Ismail et Medhat 2019) de contribuer à l'émergence d'un important courant de recherche qui a examiné la prise de décision au sein des SCR et ce depuis le début des années 80.

Une littérature croissante, d'abord concentrée aux États-Unis et qui petit à petit a commencé à s'étaler sur de larges contextes s'est développée. Une multitude de méthodes de recherche et de critères de financement furent ainsi distingués au sein de ce courant de recherche.

L'un des objectifs de ce chapitre consiste à mettre en évidence les diverses méthodes¹³³ empiriques utilisées dans les études antérieures pour examiner la prise de décision au sein des SCR. L'objectif étant de déterminer la méthode la plus appropriée pour le contexte de marché de CR Algérien.

Une fois que nous aurons sélectionné une méthode appropriée, nous examinerons au sein de la deuxième section les différentes étapes de sa mise en œuvre. Ce processus constituera l'aboutissement d'un travail de recherche long¹³⁴ et rigoureux sur les différents critères de sélection au sein des SCR.

Dans la dernière section, nous discuterons des principaux résultats obtenus ainsi que leurs implications.

¹³³ (J. Greene 2006) fournit une description de la manière dont doit être considéré le terme méthode dans le sens où il signifie méthodologie.

¹³⁴ Afin de cerner les critères les plus pertinents à la prise de décision des SCR, nous avons examiné pas moins de 200 articles académiques. Du fait de la complexité et la richesse de cette littérature, il nous a fallu plus d'une année pour cerner les différentes orientations de cette recherche.

Section 1 : Évolution des méthodes utilisées pour examiner la prise de décision des sociétés de capital risque

Les success-stories de start-up ayant obtenu un financement par CR, les rendements spectaculaires réalisés par les SCR et l'opacité décisionnelle et générale qui entoure ce mode de financement ont conduit entre autres à une recrudescence de la littérature sur le CR. La prise de décision de financement est un volet particulier qui a suscité l'intérêt des chercheurs. Le point ci-dessous s'intéresse aux méthodologies utilisées par les chercheurs qui ont examiné ce volet.

1.1. Une revue sur les méthodes d'examen de la prise de décision des sociétés de capital risque

Les premières études à avoir examiné la prise de décision des SCR ont eu recours à des méthodologies simplistes (enquêtes, entretiens) (Monika et Sharma 2015). Au fur et à mesure que ce courant de recherche a commencé à se développer, d'autres méthodologies furent utilisées (protocoles verbaux, capture de politiques, exploitation de données réelles). Cette diversification des méthodes utilisées visait à répondre aux limites avancées par quelques chercheurs (Knockaert, Clarysse, et Wright 2010).

1.1.1. Les problèmes suscités par les premières études sur la prise de décision des sociétés de capital risque

À notre connaissance les travaux doctoraux de (Wells 1974) et (Poindexter 1976) furent les premières études à s'être intéressées à la prise de décision des SCR. Au cours des années 80 d'autres études ont émergé (T. T. Tyebjee et Bruno 1984; Macmillan, Siegel, et Narasimha 1985; Macmillan, Zemann, et Subbanarasimha 1987; R. B. Robinson 1987; Rea 1989; Dixon 1991).

L'examen de ces premières recherches montre que ces dernières se sont principalement appuyées sur des enquêtes et des entretiens au cours desquels les SCR ont été invitées à classer différents critères en fonction de leur importance dans l'élaboration de la décision d'investissement. (Franke et al. 2008) soutiennent qu'une grande variété de critères furent suggérés par cette littérature. Ils indiquent toutefois que ces critères semblent se regrouper autour de quatre grands groupes à savoir : les critères liés à l'offre de produit/service, les critères liés au marché, à l'équipe de démarrage et au rendement financier.

Ce consensus sur les critères rapportés par ces recherches pionnières sur la prise de décision des SCR n'a pas empêché un groupe de chercheurs (J. Hall et Hofer 1993; Muzyka, Birley, et Leleux 1996; A. L. Zacharakis et Meyer 1998; Bliss 1999; Shepherd 1999; Silva 2004; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009; Knockaert, Clarysse, et Wright 2010; Petty et Gruber 2011; Njubi 2018; Shepherd et Zacharakis 2018) à associer un certain nombre de limites à ces études. Ces limites portent principalement sur la méthodologie utilisée pour cerner les critères de prise de décision.

Dans l'étude de (J. Hall et Hofer 1993) qui fut l'une des premières à avoir avancé des réserves quant aux résultats des études pionnières sur la prise de décision des SCR. Ces auteurs ont indiqué que ces recherches présentaient deux grandes faiblesses. Premièrement, elles sont sujettes à des biais et des erreurs résultant de l'auto déclaration des données. Deuxièmement, ces études ont omis de préciser l'étape du processus de décision étudiée, ce qui a poussé (J. Hall et Hofer 1993) à suggérer qu'il y a une forte probabilité que les critères identifiés proviennent de différentes étapes du processus d'évaluation des SCR. Ce dernier constat est conforme à celui de (Bliss 1999) qui indique que la plupart des recherches existantes tentent de déduire des conclusions sur le processus de CR en examinant le résultat, c'est-à-dire la décision d'investissement finale, plutôt que de se concentrer sur le processus de décision, un concept plus large qui implique à la fois les critères et la manière ainsi que le moment où ils sont appliqués. Si l'on s'appuie sur les conclusions de (Petty et Gruber 2011) qui ont indiqué que les critères de prise de décision des SCR changent au fil du temps, il y a de quoi se préoccuper quant à la validité de ces études pionnières.

(Muzyka, Birley, et Leleux 1996) ont soutenu que bien que les diverses études réalisées aient fourni un classement généralement utile de l'importance relative des divers facteurs de décision, ils indiquent toutefois que presque toutes présentent des limites inhérentes à la mise à l'échelle. Autrement dit il existe des différences inévitables de discrimination entre ce qui est considéré comme important. Par exemple pour certains répondants, un 3 sur une échelle de 5 points indique un degré d'importance moindre, alors que pour d'autres seul un 1 indique quelque chose de moindre importance. Ces limites inhérentes à la mise à l'échelle entraînent donc des divergences sur l'importance attribuée aux facteurs étudiés. Ces divergences se matérialisent dans les propos de (Ismail et Medhat 2019) qui ont indiqué que bien qu'il y ait eu un consensus sur l'importance attribuée aux divers critères dans ces études pionnières, des contradictions existaient pour savoir quelle catégorie passe avant l'autre.

(A. L. Zacharakis et Meyer 1998) de leur côté se sont appuyés sur des arguments résultants de la psychologie pour indiquer que les SCR ne sont pas très douées pour l'introspection de leur propre décision. Autrement dit lors de leur prise de décision, les SCR ont tendance à se concentrer sur un ou deux succès passés au lieu de se rappeler des informations réelles qui ont servi à prendre des décisions. Ce problème a pour conséquence selon ces chercheurs de conduire à une surestimation de l'importance de l'entrepreneur en raison des succès passés de cette personne et/ou de sa personnalité dynamique. L'étude empirique de (A. L. Zacharakis et Meyer 1998) a confirmé que les SCR ont du mal à faire une introspection sur leur processus de décision. Par ailleurs l'étude a aussi révélé que le fait de s'appuyer sur les déclarations des SCR - *récoltées principalement en recourant à des enquêtes et des entretiens* - biaise l'ordre de grandeur du facteur le plus important.

D'autres problèmes associés aux rapports rétrospectifs ont été identifiés par (Shepherd et Zacharakis 1999). Parmi ces problèmes on trouve : la motivation du décideur à biaiser le résultat, la surestimation du nombre de critères réellement utilisés, la sous-estimation des critères les plus importants et la surestimation des critères les moins importants. Ces limites s'étendent aussi à l'incapacité d'étudier les éventuelles relations contingentes (interactives), ce qui génère une compréhension restreinte des politiques de décision des SCR.

Dans un article plus récent, (Shepherd et Zacharakis 2018) ont indiqué que le recours à des méthodes d'enquêtes rend difficilement cernable les causes de l'échec. Ici les entrepreneurs ont du mal à attribuer l'échec aux conséquences de leurs propres décisions et ont tendance à l'imputer à des facteurs externes incontrôlables (exemple : condition de marché). Une telle attitude des entrepreneurs est expliquée par (Tomassetti, Dalal, et Kaplan 2016) par la recherche d'une certaine désirabilité sociale. Le biais de désirabilité sociale est susceptible d'apparaître lorsque les gens se voient poser des questions sensibles dans le cadre d'études reposant sur l'auto déclaration des répondants. Ces problèmes ont ainsi conduit (Shepherd et Zacharakis 1999) à remettre en question la validité des études reposant uniquement sur des données auto déclarées.

Cette revue de la littérature suggère que l'appui sur des données auto déclarées conduit à la génération automatique de biais. Toutefois (Gruber, MacMillan, et Thompson 2012) ont indiqué que si des précautions étaient prises ces biais ne devraient pas poser de préoccupations quant à la validité de ces études. Parmi ces précautions, il y a lieu de s'assurer que les questions de l'enquête portent sur des problèmes fondamentaux, l'appui sur des

données concrètes plutôt que des données perceptuelles, l'utilisation d'étude pilote, de pré test pour examiner l'existence d'éventuelles difficultés liées à l'introspection.

Dans l'article de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) les problèmes des études antérieures ne se limitent pas aux biais résultant de l'auto déclaration, mais portent aussi sur la petite taille des échantillons reprochés aux études de (E. B. Roberts 1991; Macmillan, Zemann, et Subbanarasimha 1987) ainsi que les problèmes de représentativité de l'échantillon observés dans l'étude de (V. H. Fried et Hisrich 1994; Schefczyk et Gerpott 2001).

Les limites présentées ci-dessus sont principalement inhérentes aux méthodes de collecte de données utilisées. (Silva 2004) a quant à lui identifié une limite supplémentaire associée au contexte de recherche dans lequel ces études ont été menées. En effet, comme indiqué dans le chapitre 4, les études passées ont eu tendance à analyser le processus décisionnel des SCR sur les grands marchés du CR développés, et seul un nombre limité d'études ont exploré le sujet dans les pays où le secteur du CR est petit. Une autre limite associée au contexte de recherche mise en évidence par (Muzyka, Birley, et Leleux 1996),(Knockaert, Clarysse, et Wright 2010) et (Njubi 2018) est la concentration sur le marché américain du CR. En effet, jusqu'à 1996, aucune étude à notre connaissance n'a cherché à examiner les critères de prise de décision des SCR dans le contexte européen. Il a fallu par ailleurs attendre le début des années 2000 pour voir les premières études qui se sont intéressées au contexte asiatique, à titre d'exemples les travaux de (Lockett et al. 2002; Scheela et Dinh 2004). Enfin, les études portant sur la prise de décision au sein de l'industrie africaine du CR ne remontent qu'à récemment avec les travaux de (Njubi 2018) au Kenya et ceux de (Ismail et Medhat 2019) en Égypte.

Le tableau ci-dessous résume les principaux reproches associés aux premières études ayant examiné la prise de décision des SCR.

Tableau N°20 : Limites associées aux premières études ayant examiné la prise de décision des SCR

Problèmes	Études le mentionnant
Biais dans les résultats obtenus	(J. Hall et Hofer 1993) (Shepherd et Zacharakis 1999)
Limites inhérentes à la mise à l'échelle	(Muzyka, Birley, et Leleux 1996)
La non-spécification de l'étape du processus de décision examinée	(J. Hall et Hofer 1993; Bliss 1999)
Biais de désirabilité sociale	(Tomassetti, Dalal, et Kaplan 2016; Karren et Barringer 2002)

Introspection limitée des SCR	(A. L. Zacharakis et Meyer 1998) (Shepherd et Zacharakis 2018)
Concentration sur les marchés du CR développés	(Silva 2004)
Concentration sur le contexte américain	(Muzyka, Birley, et Leleux 1996; Knockaert, Clarysse, et Wright 2010; Njubi 2018)
Problèmes liés à la petite taille de l'échantillon et sa représentativité	(Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009)

Source : réalisé d'après les conclusions rapportées dans la revue de littérature.

En réaction aux limites de ces premières méthodes, les chercheurs ont expérimenté de nouvelles méthodes telles que l'analyse des protocoles verbaux.

1.1.2. Les protocoles verbaux : une tentative pour surmonter les limites des premières études

Des chercheurs tels que (Sandberg, Schweiger, et Hofer 1989; J. Hall et Hofer 1993) ont tenté de surmonter les limites des études antérieures s'appuyant sur l'auto déclaration en recourant à l'analyse des protocoles verbaux ; qui sont des expériences en temps réel où le capital-risqueur pense à haute voix pendant qu'il examine les plans d'affaires que le chercheur lui a soumis. (Sandberg, Schweiger, et Hofer 1989) ont suggéré que le recours à cette méthode ne sollicite pas l'introspection du répondant puisqu'il porte des jugements instantanés. Ils concluent donc en indiquant que cette méthode permet d'éliminer les biais de rappel et de rationalisation post hoc.

Les études s'appuyant sur les protocoles verbaux ont révélé que l'introspection des SCR est loin d'être parfaite (Shepherd et Zacharakis 1999). Par exemple, (J. Hall et Hofer 1993) ont découvert que l'entrepreneur n'était pas aussi important à la décision que les SCR le croyaient.

Toutefois l'approche des protocoles verbaux n'est pas exempte de limites. (Riquelme et Rickards 1992) ont remis en question la subjectivité de l'analyse et de l'interprétation qu'impliquent les techniques de protocoles verbaux sans être complétées par d'autres techniques telles que les algorithmes informatiques. (Silva 2004) quant à lui a remis en cause les propos de (Sandberg, Schweiger, et Hofer 1989) en indiquant que cette méthode n'est pas très différente de celles qui recourent à des entretiens ou des questionnaires dans le sens où elle fait appel à des données auto déclarées. Enfin, (Ismail et Medhat 2019) ont souligné le petit nombre de cas qu'exploite la technique des protocoles verbaux.

Pour conclure leurs reproches à l'égard de l'analyse des protocoles verbaux, (Riquelme et Rickards 1992) ont indiqué que cette technique relève plus de l'art que de la science et que l'analyse conjointe est une technique plus appropriée pour l'analyse de la prise de décision des SCR.

1.1.3. L'analyse conjointe est-elle réellement plus appropriée à l'examen de la prise de décision des SCR ?

Pour un ensemble de chercheurs (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002; Shepherd et Zacharakis 2018; Nokes et Hodgkinson 2017) l'analyse conjointe ou capture de politiques¹³⁵ a évolué à partir du modèle probabiliste de la lentille d'Egon Brunswik (1956), selon lequel les répondants utilisent des indices proximaux de l'environnement et les interprètent pour développer des jugements sur la réalité physique ou sociale. Pour (P. E. Green et Srinivasan 1978), cette méthode a des origines plus profondes qui remontent au moins aux années 20. Dans un article réactualisé, ces mêmes chercheurs ont soutenu que l'utilisation croissante de l'analyse conjointe dans les années 80 s'explique par l'introduction de pro logiciel qui facilitent et minimisent le coût de telles études (P. E. Green et Srinivasan 1990).

L'analyse conjointe est une méthode fondée sur la régression dont l'objectif est de déterminer l'importance que les gens accordent aux indices lorsqu'ils prennent des décisions (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002). (Karren et Barringer 2002) ont indiqué que cette méthode consiste à demander aux décideurs de juger des séries de scénarios décrivant différents niveaux de facteurs explicatifs ou d'indices. Ils continuent en soulignant que les coefficients estimés permettent d'indiquer l'importance relative des différents indices dans le processus décisionnel du décideur. Pour (Nokes et Hodgkinson 2017), dans les études utilisant la capture de politiques, les participants se voient présenter une série de scénarios dont les caractéristiques clés appelées indices sont systématiquement modifiées par le chercheur afin de révéler quelles combinaisons particulières d'indices (les variables indépendantes) permettent de prédire quels résultats de décision particuliers (la variable dépendante). (Nokes et Hodgkinson 2017) ont indiqué que cette technique repose sur l'analyse statistique pour saisir les politiques de décision des participants. La régression étant ici l'approche statistique la plus couramment utilisée pour modéliser les relations entre les indices présentés dans les scénarios et les jugements portés par les participants.

¹³⁵ (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002) ont soutenu que les deux concepts renvoient vers une même méthode et ont conclu en indiquant que ces différences de terminologie ont masqué les similitudes méthodologiques entre les disciplines, ce qui a limité inutilement de nombreuses contributions méthodologiques.

Une définition plus complète de cette méthode a été apportée par (Shepherd et Zacharakis 2018, 152) qui indique « *que l'analyse conjointe est une technique qui demande aux répondants de faire une série de jugements sur la base de profils spécialement développés et fournis par le chercheur. À partir de cette série de jugements, les décisions des répondants peuvent être décomposées ce qui donne au chercheur la possibilité d'étudier la structure sous-jacente des décisions. L'analyse conjointe représente une technique simultanée (recueillie au moment où la décision est prise) plutôt qu'une technique rétrospective pour obtenir des données sur les jugements des répondants. Les données sont ensuite soumises à une analyse qui décompose une série de jugements en sa structure sous-jacente. Cette décomposition est faite par deux techniques : la régression et l'analyse de la variance* ».

(Karren et Barringer 2002) ont soutenu que puisque la méthode vise à cerner le processus décisionnel du ou des répondant(s), l'approche a été utilisée dans une variété de domaines tels que la recherche d'emploi, la rémunération, les entretiens d'embauche, la motivation. Toutefois pour (Shepherd et Zacharakis 1999), c'est dans le domaine du marketing où la méthode a une forte tradition.

Bien que la méthode soit particulièrement bien adaptée à l'examen de la prise de décision (Shepherd et Zacharakis 2018), elle n'a pas été appliquée largement dans le domaine du CR. À notre connaissance, il n'y a que six études qui ont eu recours à cette approche, à savoir (Riquelme et Rickards 1992; Muzyka, Birley, et Leleux 1996; A. L. Zacharakis et Meyer 1998; A. L. Zacharakis, McMullen, et Shepherd 2007; Knockaert, Clarysse, et Wright 2010; J. Block et al. 2019).

Afin de montrer l'intérêt du recours à la capture de politiques, il y a lieu d'examiner les avantages d'une telle méthode.

1.1.3.1. Avantages inhérents à l'analyse conjointe

(Shepherd et Zacharakis 1999) ont indiqué que l'utilisation de méthodes en temps réel permet au chercheur de surmonter bon nombre des problèmes associés aux rapports rétrospectifs (diminution de la capacité du répondant à biaiser les résultats et la diminution de la dépendance à l'égard des compétences perspectives et cognitives pour se rappeler des informations sur l'événement en question) et à l'auto déclaration qui repose sur la véracité de la politique de décision d'une SCR, alors que la recherche suggère qu'il n'existe qu'une faible corrélation entre la politique de décision déclarée par la SCR et sa politique de décision réelle (A. L. Zacharakis et Meyer 1998; Mason et Stark 2004).

Pour (Karren et Barringer 2002), le fait de demander aux individus de porter des jugements globaux sur des scénarios multi-attributs est plus proche des problèmes de décisions réels et donc plus réaliste que ne l'est un modèle d'auto-évaluation des attributs. Pour (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002), la technique permet de présenter aux décideurs des indices convenablement échantillonnés¹³⁶, comme elle offre un degré relativement élevé de contrôle des facteurs de confusion¹³⁷ et un niveau raisonnable de précision des mesures. La capacité de la méthode à examiner les résultats de la prise de décision individuelle sans perdre en puissance est un autre avantage souligné par (Shepherd et Zacharakis 1999). En effet, dans une étude de capture de politiques, la puissance de l'analyse individuelle n'est pas basée sur le nombre de sujets, mais sur le nombre de scénarios ou de jugements effectués par le répondant (Shepherd et Zacharakis 1999). Autrement dit, dans ces études la question de savoir si les poids de régression seront significatifs est liée au nombre de scénarios à examiner (Karren et Barringer 2002).

Au-delà des avantages déjà cités, (Nokes et Hodgkinson 2017) ont indiqué que la technique de capture de politiques offre un haut degré de contrôle expérimental, ce qui permet de tirer des inférences causales concernant l'influence des divers indices incorporés dans l'étude sur la variable ou les variables dépendantes assurant ainsi des niveaux élevés de validité interne. La flexibilité de la technique est un autre avantage selon ces auteurs dans le sens où elle se prête à des approches d'analyse multi niveaux permettant ainsi au chercheur de comparer les réponses entre les décideurs.

Un dernier avantage non négligeable des études s'appuyant sur la capture de politiques réside dans sa capacité à se passer des données confidentielles qui peuvent restreindre certaines SCR à participer à l'étude. Le recours à des scénarios fictifs n'exige des SCR aucune donnée relative à l'identité des entreprises financées, ni aux montants de financement alloués à ces dernières. Cette particularité de la capture de politiques peut avoir un avantage certain sur les taux de réponse obtenus, notamment dans les pays émergents qui sont suspicieux et très renfermés lorsqu'il s'agit de répondre à des études universitaires (Bruton et Rubanik 2002).

La capture de politiques permet donc selon les propos de (Nokes et Hodgkinson 2017) aux chercheurs de répondre à l'appel visant à combiner « *rigueur et pertinence* ». Par rigueur, il s'agit d'adhérer aux normes de rigueur méthodologiques ; à savoir assurer la fiabilité, la validité et la généralisabilité en accordant une attention méticuleuse à la conception

¹³⁶ Grâce au recours aux plans d'expérience.

¹³⁷ Dans le sens où elle permet d'exclure les explications concurrentes des résultats.

expérimentale. Par la pertinence, il s'agit de produire une recherche qui s'engage de manière significative dans les préoccupations dynamiques et complexes des décideurs et des praticiens.

Bien que la méthode de capture de politiques soit pétrie d'avantages, elle présente néanmoins quelques limites.

1.1.3.2. Limites associées à l'analyse conjointe

Pour (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002), la faiblesse la plus importante des conceptions de capture de politiques est le manque de potentiel de réalisme. Autrement dit ces études n'imitent pas et ne peuvent pas imiter toute la richesse des contextes sociaux et environnementaux dans lesquels les décisions de la vie réelle sont prises; elles ne peuvent pas également fournir aux répondants toutes les informations que les décideurs réels auraient à leur disposition. Ces études souffrent donc d'un problème de réductionnisme. Cette faiblesse fut également constatée par (A. L. Zacharakis et Meyer 1998) dans leur étude. Néanmoins ces derniers n'estiment pas que ce problème puisse remettre en cause la validité des études s'appuyant sur la capture de politiques. Ou pour reprendre les propos de (Zacharakis et Meyer 1998, 71) *« bien que les expériences sur papier aient été critiquées, (Brown 1972) a constaté que, même dans les cas les plus artificiels, les décisions reflétaient les décisions réelles. De plus, comme la décision de la SCR a une grande composante papier dans le monde réel, la corrélation entre la tâche expérimentale et la décision réelle devrait être encore plus élevée »*.

Dans leur étude plus récente, (Nokes et Hodgkinson 2017) sont revenus sur ce problème du manque de réalisme de la méthode en indiquant que pour y remédier il y a lieu de s'assurer que les scénarios expérimentaux décrivent adéquatement les caractéristiques les plus importantes de l'environnement décisionnel.

Les études de (Shepherd et Zacharakis 1999) et (Shepherd et Zacharakis 2018) ont mis en évidence un ensemble d'autres limites qui peuvent compromettre le choix du chercheur à recourir à une méthode d'analyse des politiques, il s'agit de :

- L'inadéquation de l'analyse conjointe pour l'étude du processus utilisé par les décideurs pour rechercher les informations pertinentes qui seront utilisées dans une décision. La méthode de l'analyse de protocoles convient mieux pour ce problème.
- L'inadaptabilité de cette méthode avec les répondants dont le temps est limité; en effet selon les estimations des auteurs une telle méthode exige un temps de réponse allant de 45 minutes à 1 heure selon le nombre de scénarios à examiner et l'aisance du répondant.

- L'inadaptabilité de la méthode avec les questions portant sur les causes et les effets par opposition aux corrélations.
- La focalisation des répondants sur des attributs uniquement parce qu'ils sont présentés dans l'expérience. Toutefois, (Schepanski, Tubbs, et Grimlund 1992) ont indiqué qu'il est peu probable que des juges expérimentés accordent de l'importance à un indice uniquement parce qu'il a été présenté dans une expérience.
- La différence de perception du processus décisionnel selon qu'il juge une nouvelle entreprise prise isolément ou dans le cadre d'un portefeuille. Ceci doit être pris en compte dans le développement, le test et l'interprétation d'une étude conjointe.
- La limitation du nombre d'indices à examiner; moins de 9 selon (Shepherd et Zacharakis 2018), des chercheurs tels que (Knockaert, Clarysse, et Wright 2010) sont allés jusqu'à 12 en adoptant toutefois quelques compromis¹³⁸.

Cette dernière limite est celle qui est la plus susceptible de remettre en cause l'applicabilité de cette méthode dans le cadre de notre thèse, et pour cause le nombre important d'indices à examiner. Toutefois des solutions existent.

Dans cette thèse, nous examinons l'effet de 34 attributs à deux niveaux. Un nombre aussi important d'attributs risque de générer un nombre de scénarios irréaliste¹³⁹. Ainsi face à un nombre important d'indices la littérature a proposé trois solutions principales à savoir :

- **Le recours à des plans fractionnaires par opposition aux plans complets :** (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002) ont suggéré que lorsque le nombre d'indices est important, il y a lieu de recourir à des plans plus complexes (plans fractionnaires). Pour (Shepherd et Zacharakis 1999; 2018), l'utilisation de ce type de plan rend la tâche de la prise de décision plus facile à gérer. (Karren et Barringer 2002) ont indiqué que la construction de ce type de plan est réalisée en divisant l'ensemble factoriel complet par deux (soit les 17 179 869 184 scénarios /2) ceci donne un ensemble de 8 589 934 592 scénarios à examiner par la SCR. Ce chiffre est toujours irréaliste, ce qui exclut donc le recours à cette solution.
- **Le recours à la méthode des jeux de cartes :** (P. E. Green et Srinivasan 1990) ont indiqué que la méthode de profil complet peut être étendue à un plus grand nombre d'attributs en utilisant deux ou plusieurs jeux de cartes avec un nombre plus gérable

¹³⁸ Exemples : étude des effets principaux des attributs, recours à des plans d'expériences fractionnaires par opposition aux plans complets.

¹³⁹ Ce nombre est de 17 179 869 184 scénarios.

d'attributs (5 ou 6) par jeu de cartes, mais avec au moins un attribut commun à tous les jeux de cartes. Ces mêmes chercheurs soulignent que la méthode peut entraîner la lassitude des répondants et réduire la fiabilité des résultats. Un autre problème résultant de cette méthode a été indiqué par (A. L. Zacharakis et Meyer 1998). Ces auteurs ont montré que le type d'information disponible influe sur le processus de décision des SCR. Ce constat va à contre-courant de la suggestion de (Schepanski, Tubbs, et Grimlund 1992) qui ont soutenu qu'il est peu probable que des juges expérimentés accordent de l'importance à un indice uniquement parce qu'il a été présenté dans une expérience. Les problèmes inhérents à cette méthode nous empêchent donc d'y recourir.

- **Le recours à une approche adaptative :** Pour (Karren et Barringer 2002) cette approche implique une procédure en deux étapes. Dans la première, on demande aux répondants d'évaluer le caractère souhaitable de l'ensemble des facteurs. Dans la seconde étape, les répondants ne recevront que des scénarios qu'ils ont désignés comme les plus importants lors de la première étape. Bien que cette méthode permette de surmonter les limites inhérentes à l'examen d'un grand nombre d'attributs, elle présente cependant certaines limites. La plus importante est celle qui se rapporte aux biais résultant de l'auto déclaration des données. Toutefois pour (P. E. Green et Srinivasan 1990), cette approche a le mérite d'être prise en considération, car elle résout les problèmes de surcharge d'information qui diminue considérablement la valeur des études conjointes. Le même engouement a été avancé par (Shepherd et Zacharakis 2018) qui suggèrent que la triangulation des méthodes post hoc avec des techniques en temps réel peut faire progresser la recherche sur la prise de décision.

À côté des études exploitant les techniques d'analyse conjointe, la majorité des études récentes exploitent des bases de données réelles sur les start-up.

1.1.4. Études s'appuyant sur des bases de données

Les études exploitant des bases de données réelles - *sur les start-up, leur produit ou service, leur marché ou encore leur capital humain ou intellectuel* - sont principalement concentrées dans les marchés de CR développés tels que les États-Unis. Ces bases de données sont généralement construites par des organismes indépendants tels que "*Venturesource*" et "*Crunchbase*". Elles sont mises à la disposition des chercheurs soit gratuitement soit

moyennant une rétribution financière. Ces études représentent un pourcentage important des recherches présentées dans notre revue de littérature.

L'analyse des données collectées via ces bases de données se fait généralement à l'aide de techniques d'analyse multivariée telles que la régression.

Après avoir présenté les diverses méthodes utilisées par les études antérieures dans l'examen des déterminants de la prise de décision des SCR, il y a lieu de présenter notre méthodologie.

Section 2 : Méthodologie de l'étude empirique

Avant d'explicitier la méthodologie utilisée dans cette thèse, nous avons pensé qu'il était nécessaire de mettre en évidence la méthodologie envisagée au départ, c'est-à-dire avant la prise de contact avec les dirigeants du fonds ASF.

2.1. Méthodologie envisagée

Compte tenu des limites associées aux études qui recourent à des procédés de collecte de données via des questionnaires et entretiens administrés directement aux SCR, nous avons estimé qu'il était plus approprié de construire une base de données sur les start-up ayant sollicité un financement au niveau du fonds ASF. Pour ce faire, nous avons rédigé une lettre d'introduction et un questionnaire à administrer aux start-up labellisées qui sont joints à **l'annexe n°3**. Les questions posées étaient sous forme dichotomique (réponse par oui ou non). Un tel choix était motivé d'une part par l'analyse que nous souhaitons entreprendre sur les données collectées (régression logistique), et d'autre part par notre volonté de contenir le caractère suspicieux des répondants et leur réticence à répondre au questionnaire.

Pour constituer la base de données sur les start-up ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF, nous avons jugé judicieux de nous présenter au niveau de ce fonds pour leur demander d'avoir accès à l'identité des start-up appartenant à cette population ou d'administrer ce questionnaire à notre place.

Le mercredi 1 décembre 2021, je me suis présenté au siège social du fonds ASF - sis 46, boulevard Mohamed V, Alger centre - muni d'une lettre d'introduction signée par la chef de service du bureau des relations extérieures de ma faculté et du questionnaire. J'ai été reçu par le DG monsieur Ahmed HAFTARI, qui m'a implicitement signifié qu'il lui était impossible de me divulguer l'identité des start-up ayant sollicité un financement auprès de leur fonds en raison du caractère confidentiel de ces informations. Je lui ai par ailleurs proposé d'administrer l'étude à ma place. Il a refusé en avançant le caractère relationnel de leur métier.

Il a conclu son argumentaire en me promettant de soumettre ma requête au conseil scientifique du fonds.

Plus d'un mois plus tard, je me suis représenté au siège de l'ASF pour essayer d'avoir des nouvelles quant à la réponse donnée à ma requête. Ce jour-là, on m'a clairement indiqué le dénouement défavorable de cette demande. C'est à ce moment-là que j'ai proposé aux responsables de ce fonds une autre méthode d'enquête à savoir l'exercice de capture de politiques. Pour construire cet exercice, nous nous sommes appuyés sur les articles de (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002; Shepherd et Zacharakis 2018). Nous avons limité notre analyse à 8 déterminants à deux niveaux comme cela a été recommandé par (Shepherd et Zacharakis 2018). Quatre de ces déterminants représentaient les signaux les plus étudiés dans la littérature, les 4 autres représentaient les informations financières les plus étudiées dans la littérature. Pour éviter la surcharge liée à l'examen d'un plan¹⁴⁰ complet contenant 256 cas¹⁴¹, nous avons opté pour l'examen d'une fraction de 128 cas générés par ces 8 déterminants. Des exemples des cas intégrés dans cet exercice sont présentés à **l'annexe n°4**.

La méthode de capture de politiques a été refusée par les gérants du fonds ASF, à cause de l'incompatibilité de ces cas avec leur processus de décision réel. En d'autres termes, il leur a été impossible d'avancer une décision de financement sur la base des informations simplistes contenues au niveau de ces cas. Ce constat confirme donc les critiques antérieures formulées par (Aiman-Smith, Scullen, et Barr 2002) portant sur le manque de réalisme de cet exercice.

Par ailleurs, comme c'est les start-up labellisées qui sont habilitées à solliciter un financement au niveau de l'ASF, nous avons également déposé une demande d'administration de notre questionnaire au niveau du ministère des start-up. Celle-ci n'a à ce jour reçu aucune réponse.

Le constat suivant ressort de cette discussion : le cas d'étude (ASF) a influencé les outils méthodologiques de collecte des données. Le point ci-dessous met en évidence les alternatives méthodologiques retenues.

2.2. Les méthodologies utilisées

Le titre de ce point illustre notre orientation envers des outils multiples de collecte de données et donc envers une méthodologie mixte qu'il y a lieu de présenter à priori.

¹⁴⁰ Ces plans ont été générés grâce au logiciel "Minitab version 18".

¹⁴¹ 256 cas obtenus par l'examen de 8 déterminants à deux niveaux soit 2^8 .

2.2.1. Définition de la méthode mixte

Conformément à (Creswell et Creswell 2010), le terme méthode mixte a été introduit par Tashakkori et Teddlie 2003 dans leur célèbre ouvrage "*Handbook of mixed methods in social and behavioral research*". Le terme désigne une étude qui combine à la fois l'approche qualitative et l'approche quantitative dans la méthodologie de recherche (Tashakkori et Teddlie 1998) et ce dans l'objectif de comprendre complètement un problème de recherche (Migiro et Magangi 2011; Azorin et Cameron 2010). En recourant à l'approche mixte, le chercheur n'est pas astreint à se limiter à une étude quantitative et à une étude qualitative (R. Hall 2013). Par ailleurs, le mélange des approches qu'il considérera comme appropriées dépendra de la question de recherche et des problèmes situationnels et pratiques auxquels il est confronté.

La recherche mixte a été une réponse à la guerre improductive des paradigmes¹⁴² positiviste et constructiviste du milieu des années 80 (Yvonne Feilzer 2010; Doyle, Brady, et Byrne 2009). Ce courant puise ses origines de l'article de (Campbell et Fiske 1959) en psychologie (Migiro et Magangi 2011). Dans cet article, ces auteurs ont introduit l'idée de triangulation dans un objectif de renforcer la validité des résultats et de garantir que la variance expliquée est la résultante du phénomène et non de la méthode utilisée (Johnson, Onwuegbuzie, et Turner 2007). Le courant mixte a été décrit par (Cameron 2009) comme étant un courant tranquille dans le sens où il cherche à transformer la guerre des paradigmes en soupe des paradigmes.

Depuis ces premiers développements en 1959, la recherche mixte n'a cessé de voir son importance démultipliée dans le domaine des sciences sociales (Migiro et Magangi 2011). L'étude empirique de (Azorin et Cameron 2010) portant sur l'examen des publications de deux revues spécialisées dans la recherche en organisation révèle que l'approche mixte est plus populaire que l'approche qualitative. Cette popularité doit beaucoup à la faculté de la recherche mixte à répondre aux problèmes complexes qui caractérisent le domaine des sciences sociales (Alavi et al. 2018; Sale, Lohfeld, et Brazil 2002; Byrne et Humble 2006).

Les méthodologues ont identifié plusieurs concepts qu'il y a lieu de clarifier lorsque l'on recourt à une recherche mixte. Ces concepts sont résumés dans le point ci-dessous.

¹⁴² La guerre des paradigmes fait référence, selon (Byrne et Humble 2006), à une discussion en cours sur la question de savoir si un paradigme doit être lié ou non à une méthodologie particulière.

2.2.2. Étapes de conduite d'une recherche mixte

(Combs et Onwuegbuzie 2010) ont identifié 13 critères qui sous-tendent l'analyse de données mixtes. Ces 13 critères ont été condensés en 5 critères par (Onwuegbuzie et Combs 2011) à savoir :

- Objectif de réalisation de l'analyse mixte;
- Nombre de types de données qui seront analysées;
- Nombre de phases analytiques;
- Séquence temporelle de l'analyse mixte;
- Priorité des composantes analytiques.

Les points qui suivent détailleront ces 5 critères.

2.2.2.1. Objectif de réalisation de l'analyse mixte

Le recours à une méthode mixte répond généralement à 5 objectifs (Johnson, Onwuegbuzie, et Turner 2007; Combs et Onwuegbuzie 2010) :

- **La complémentarité** : ici les résultats d'un type de méthodes sont utilisés pour améliorer, illustrer ou clarifier les résultats de l'autre type.
- **Le développement** : utiliser les résultats d'une méthode pour renseigner l'autre volet.
- **L'initiation** : utiliser une méthode pour refondre les résultats obtenus via l'autre méthode. L'objectif étant de trouver des points de contradiction.
- **L'expansion** : étendre l'ampleur et la portée de l'enquête en utilisant les types de méthodes pour différentes composantes de l'enquête (exemple : une méthode pour chaque variable dépendante).
- **La triangulation** : comparer les résultats de l'analyse quantitative à ceux de l'analyse qualitative.

(Teddlie et Tashakkor 2003) affirment que la détermination d'un objectif de recherche mixte est l'une des questions les plus complexes et les plus controversées de la méthodologie mixte. Dans notre examen de la littérature, nous n'avons trouvé aucune restriction imposant le choix d'un seul objectif de réalisation d'une étude mixte. Par conséquent, nous retenons dans notre thèse les trois objectifs suivants : la complémentarité, le développement et la triangulation. Une telle justification du recours à la démarche mixte revêt un intérêt certain pour (Caracelli et Greene 1993) qui estiment que la puissance et la VA de telles conceptions

ne peuvent être réalisées que si les décisions relatives aux méthodes mixtes sont systématiques et explicites.

2.2.2.2. Nombre de types de données qui seront analysées

L'analyse mixte peut impliquer des données mixtes ou des données transformées (données quantitatives transformées en données qualitatives et vis-versa). Dans cette thèse, nous n'apporterons aucune transformation aux données collectées.

2.2.2.3. Nombre de phases analytiques

Le nombre de phases analytiques désigne le nombre d'analyses qualitatives et d'analyses quantitatives qui seront utilisées. Notre travail impliquera trois phases analytiques (1 phase quantitative et 2 phases qualitatives). En ce qui concerne la procédure d'analyse des données, deux phases seront distinguées, une phase d'analyse séparée et une phase d'analyse reliée dans l'interprétation des résultats. Lors de la phase de la mise en œuvre, l'étude quantitative ainsi que la première étude qualitative auront pour rôle d'informer la seconde étude qualitative (objectif : développement). Toutefois, lors de la phase de l'interprétation des données, ces dernières seront utilisées dans un objectif de complémentarité et de triangulation.

2.2.2.4. Séquence temporelle de l'analyse mixte

La séquence peut être séquentielle (chronologique) ou bien simultanée. Dans notre thèse, les données des trois phases analytiques ont été collectées selon le processus séquentiel suivant :

- Période allant du mois de mars 2022 au début du mois de mai 2022 : collecte des données de la phase quantitative;
- Mi-mai : collecte des données de la première phase qualitative;
- Juin : collecte des données de la seconde phase qualitative.

2.2.2.5. Priorité des composantes analytiques

Par priorité des composantes analytiques, nous entendons soit une priorité égale entre les deux types de données, soit une priorité déséquilibrée entre les deux types de données. Dans notre thèse, les données qualitatives auront un pouvoir explicatif plus important et donc un poids supérieur. Ce poids supérieur accordé aux données qualitatives se justifie par l'incapacité des données quantitatives à répondre à la problématique soulevée en raison des restrictions dans l'accès aux données qui elles-mêmes ont empêché le recours à des méthodes statistiques sophistiquées.

Bien que la méthode mixte soit dotée d'un nombre non négligeable d'avantages (Migiro et Magangi 2011; Doyle, Brady, et Byrne 2009), un débat alimente toutefois sa légitimité en tant qu'approche de recherche.

2.2.3. Débat portant sur la légitimité de l'approche mixte

Ce débat porte sur le principe même de la combinaison des approches qualitatives et quantitatives prôné par la recherche mixte. Les tenants de ce débat mettent en évidence l'incompatibilité des paradigmes qui sous-tendent ces deux approches. (Antwi et Hamza 2015) affirment que toute réconciliation entre ces paradigmes détruirait leurs fondements philosophiques. Ce débat invite donc à une réflexion sur un positionnement épistémologique pour conduire une recherche à méthode mixte (Creswell et Creswell 2010).

2.3. Quel positionnement épistémologique pour la recherche mixte ?

Avant d'éclairer cette question, il y a lieu de définir l'épistémologie et les diverses positions épistémologiques.

2.3.1. Définition de l'épistémologie

L'épistémologie vient du mot grec "épistème" (Gavard-Perret et al. 2008). Elle désigne une branche de la philosophie qui étudie la manière dont les connaissances scientifiques sont acquises et validées (Ibekwe-Sanjuan et Durampart 2018). L'épistémologie est souvent associée au terme paradigme qu'on a tendance à définir conformément à son fondateur Thomas Khun dont les propos ont été repris par (Morgan_2014) comme « *un système de croyances qui permet à une communauté de chercheurs de s'accorder à la fois sur les questions les plus importantes dans leur domaine et sur les moyens les plus appropriés pour répondre à ces questions* ». Selon (Morgan 2014), cette définition est plus adaptée au domaine des sciences naturelles. Il estime que dans le domaine des sciences sociales que le paradigme doit être défini conformément aux trois concepts (ontologie¹⁴³, épistémologie et méthodologie¹⁴⁴) issus de la philosophie de la connaissance.

¹⁴³ L'ontologie désigne une branche de la philosophie qui s'attache à articuler la nature et la structure du monde (Antwi et Hamza 2015). Deux positions ontologiques sont à distinguer : l'objectivisme qui postule sur l'existence d'une réalité indépendante et le constructionnisme qui relie la réalité aux processus sociaux (Antwi et Hamza 2015).

¹⁴⁴ Pour (Antwi et Hamza 2015, 218), la méthodologie fait référence « *à la manière dont le chercheur s'y prend pour découvrir concrètement tout ce qu'il croit pouvoir connaître* ». Il s'agit donc d'une stratégie de recherche qui traduit les principes ontologiques et épistémologiques (Cherkaoui 2017).

2.3.2. Les diverses postures épistémologiques

Le domaine des sciences de gestion rassemble trois postures épistémologiques à savoir le positivisme, le constructivisme et l'interprétativisme qui ambitionnent respectivement à expliquer, construire et comprendre la réalité.

Le tableau ci-dessous présente ces trois paradigmes en faisant référence aux trois concepts précédemment distingués et qui sont issus de la philosophie de la connaissance.

Tableau N°21 : Comparaison des hypothèses philosophiques du positivisme, constructivisme et de l'interprétativisme.

Hypothèses philosophiques	Le positivisme	Le constructivisme	L'interprétativisme
Ontologie	Existence d'une réalité objective et unique, indépendante de la perception du chercheur.	La conception de la réalité est propre à chaque personne. Il existe donc plusieurs réalités.	La conception de la réalité est propre à chaque personne. Il existe donc plusieurs réalités.
Epistémologie	La découverte de la réalité se fait de façon objective avec un degré de certitude connu.	Réalisation de l'objectivité rejetée. L'accent est mis sur la compréhension individuelle.	Réalisation de l'objectivité rejetée. L'accent est mis sur la compréhension individuelle.
Méthodologie	Quantitative	Qualitative	Qualitative

Source : depuis les articles de (Cherkaoui 2017; Sale, Lohfeld, et Brazil 2002; Azorin et Cameron 2010).

Si l'on se fie à ce tableau, on peut déduire à tort la similarité du paradigme constructiviste et interprétativiste. En effet, une différence existe bel est bien entre ces paradigmes. (Gavard-Perret et al. 2008) soutiennent que les interprétativistes refusent l'existence d'un réel objectif indépendant de l'observateur, contrairement aux constructivistes qui croient en l'existence possible d'un réel extérieur au chercheur, indépendant de lui et de l'attention qu'il lui accorde.

Il y a lieu à présent de s'intéresser aux postures épistémologiques qui sous-tendent la recherche mixte.

2.3.3. Choix épistémologiques pour la recherche mixte

Le problème principal des chercheurs recourant à des méthodes mixtes consiste à trouver un paradigme adéquat avec les principes de cette démarche de recherche (R. Hall 2013). Pour résoudre ce problème, les chercheurs ont identifié plusieurs postures qui peuvent guider le choix épistémologique.

2.3.3.1. La posture a-paradigmatique

L'adoption de cette posture exclurait la considération paradigmatique du débat (R. Hall 2013; Migiro et Magangi 2011). (Denscombe 2008) soutient que l'adoption d'une telle posture nuit à la crédibilité de la conception de la recherche et à la mise en œuvre du compte rendu des méthodes mixtes. (R. Hall 2013) affirme de son côté qu'une position a-paradigmatique est inenvisageable car aucune recherche n'est exempte de paradigme.

2.3.3.2. L'approche à paradigmes multiples

Le chercheur qui recourt à cette approche signale qu'il soutient la complémentarité des paradigmes et ignore les arguments de leurs incompatibilités. Pour (R. Hall 2013), le problème n'est pas d'être d'accord ou non avec les considérations que soulève la guerre des paradigmes, mais il est lié à la capacité des chercheurs qui adoptent cette position à préciser quels paradigmes doivent être mélangés et comment le mélange doit être effectué.

2.3.3.3. Le recours au pragmatisme

Le pragmatisme est issu des écrits de Pierce, Dewey et James au cours du 19^{ème} siècle (R. Hall 2013) et de figures plus contemporaines telles que Murphy, Rorty et West (Migiro et Magangi 2011).

Le pragmatisme constitue la posture paradigmatique préférée des chercheurs qui s'appuient sur les méthodes mixtes (Creswell et Creswell 2010; Migiro et Magangi 2011), car il est orienté vers la résolution des problèmes pratiques dans le monde réel plutôt que vers des hypothèses sur la nature de la connaissance (R. Hall 2013). Ce paradigme suggère que la meilleure ou les meilleures méthodes sont celles qui permettent de répondre au mieux à la question de recherche (Creswell et Creswell 2010). Le pragmatisme propose donc de multiples approches pluralistes à la recherche en utilisant « *ce qui fonctionne* ».

Cette présentation répandue du pragmatisme comme étant focalisée sur « *ce qui fonctionne* » plutôt que sur les questions portant sur la nature de la réalité et de la vérité a fait valoir que sa signification a été banalisée pour en faire une position a-paradigmatique (J. N. Hall 2013).

La conséquence de cette vision stéréotypée étant une reconnaissance tardive du pragmatisme en tant que paradigme de recherche (Morgan 2014).

2.4. Positionnement épistémologique de cette thèse

Comme indiqué précédemment, des motifs d'ordre confidentiel nous ont empêchés d'accéder à la population des start-up ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF et donc à la conduite de l'étude selon un plan d'échantillonnage probabiliste. Un tel plan garantit à la fois la représentativité statistique de la population étudiée ainsi que la fiabilité des résultats obtenus.

Ainsi, un appui exclusif sur une méthodologie quantitative dans notre cas compromettrait les résultats obtenus. Celle-ci a donc été complétée par une démarche qualitative qui nous permettra de cerner de manière fiable les déterminants de la prise de décision de l'ASF.

Conformément à la majorité des chercheurs qui recourent aux méthodes mixtes, nous adopterons dans cette thèse un positionnement épistémologique pragmatique. Le choix de cette posture s'explique par la liberté qu'elle nous offre dans la sélection de la meilleure ou des meilleures méthodes pour répondre à la question de recherche. Elle est moins restrictive que le constructivisme qui est cantonné à des approches qualitatives et le positivisme qui privilégie des méthodes quantitatives recourant à un échantillonnage probabiliste, qui constitue une condition sine qua non à l'objectivité et la généralisation des résultats. Le positivisme ignore les contraintes pratiques qui peuvent empêcher le recours à un échantillonnage probabiliste.

Afin d'éviter que l'on associe notre positionnement épistémologique à une posture a-paradigmatique, nous complétons cet argumentaire relatif au choix du pragmatisme par les hypothèses philosophiques qui le sous-tendent en tant que paradigme et qui ont été distinguées par (Morgan 2014) :

- **Ontologie du pragmatisme** : le pragmatisme répond à une position ontologique constructionniste qui considère que toute connaissance du monde est socialement construite. (Morgan 2014) estime que certaines de ces constructions sont plus susceptibles de répondre à ses objectifs et besoins.
- **Epistémologie du pragmatisme** : Selon (Morgan 2014), les pragmatistes estiment que toute connaissance du monde est basée sur l'expérience individuelle qui elle-

même est influencée par l'interprétation que se fait l'individu de l'expérience sociale¹⁴⁵.

- **Méthodologie du pragmatisme :** Conformément à (Morgan 2014), au niveau méthodologique, les hypothèses philosophiques sont consacrées à des questions portant sur les raisons pour lesquelles vous souhaitez effectuer des recherches d'une certaine manière plutôt que d'une autre manière. Dans notre cas, cette raison est liée aux difficultés d'accès aux données.

Après avoir précisé notre méthodologie et notre positionnement épistémologique, il ne nous reste plus qu'à présenter le plan d'échantillonnage retenu dans cette thèse.

2.5. Schéma d'échantillonnage utilisé dans cette thèse

Afin de mettre en évidence l'influence qu'exercent les déterminants distingués dans les chapitres 4 et 5 sur la prise de décision de l'ASF, cette thèse s'est appuyée sur trois phases analytiques (1 phase quantitative et 2 phases qualitatives), répondant à des schémas d'échantillonnage distincts. Ces schémas ont été identifiés parmi les 24 plans d'échantillonnage distingués par (Onwuegbuzie et Leech 2007).

2.5.1. Schéma d'échantillonnage de l'étude quantitative

Le plan d'échantillonnage qui concorde le plus avec l'étude quantitative est le schéma homogène qui permet de choisir des individus en fonction de caractéristiques similaires ou spécifiques. Pour notre cas, il s'agit de contacter des start-up ayant sollicité un financement au niveau du fonds ASF. Ce schéma a été combiné avec un schéma boule de neige qui consiste à demander aux participants de nous recommander d'autres individus qui répondent à des spécificités similaires aux leurs. Ces deux schémas recourent à une démarche d'échantillonnage non probabiliste.

L'accès à l'identité des start-up contactées s'est fait via les 9 sources suivantes :

- La page facebook d'ASC;
- La page facebook de l'ANTP Park;
- La page facebook de l'accélérateur A Venture;
- La page facebook du ministère des start-up;
- La page facebook de l'émission radiophonique Mediatics;
- Les incubateurs contactés;

¹⁴⁵ L'expérience sociale fait référence à la manière dont le monde a été expérimenté et interprété par les générations précédentes (Morgan 2014).

- La conférence Algeria disrupt 2022;
- La consultation de l'annuaire des applications algériennes sur Google Play Store;
- Les fondateurs de start-up interrogés.

Ces sources ont permis l'identification de plus de 350 start-up qui ont été contactées par téléphone sur la période allant du début du mois de mars au début du mois de mai 2022. Celles qui correspondaient au critère de discrimination ont été invitées à répondre par téléphone ou par mail au questionnaire joint à **l'annexe 3**. Cette démarche a permis de cibler directement le fondateur ou les cofondateurs des start-up.

2.5.2. Schéma d'échantillonnage de la première étude qualitative

La première étude qualitative porte sur une analyse qualitative du contenu d'un document interne à l'ASF. Ce document de nature financière résume les besoins financiers de la start-up et l'affectation qui sera faite des ressources obtenues¹⁴⁶.

Nous avons eu accès à ce document via un des fondateurs de start-up interrogés. Cette démarche concorde avec le schéma boule de neige.

2.5.3. Schéma d'échantillonnage de la seconde étude qualitative

La seconde étude qualitative porte sur un entretien individuel de type semi-directif avec le DG du fonds ASF. Un schéma d'échantillonnage homogène a été retenu à ce niveau. Le critère de discrimination étant l'aptitude à répondre aux questions contenues dans le guide d'entretien¹⁴⁷. Sur la base de ce critère, il a été demandé au répondant de nous recommander d'autres personnes à interroger.

Le but de cette section a été de préciser le soubassement méthodologique et épistémologique qui guide cette thèse¹⁴⁸. Concernant la méthodologie, une démarche mixte mobilisant une étude quantitative et deux études qualitatives a été poursuivie. La démarche mixte est guidée par un positionnement épistémologique pragmatique. La prochaine section met en évidence les principaux résultats obtenus.

¹⁴⁶ Voir l'Annexe n°5.

¹⁴⁷ Voir l'Annexe n°6.

¹⁴⁸ En exposant nos choix méthodologiques en amont du positionnement épistémologique, nous nous alignons sur le courant anglo-saxon qui considère que les choix épistémologiques sont guidés par l'orientation méthodologique.

Section 3 : Analyse et interprétation des résultats

Dans un premier temps, l'analyse des résultats des trois méthodes utilisées se fera selon un processus séquentiel. Toutefois, lors de la phase d'interprétation des résultats nous combinerons les résultats des trois approches dans un objectif de complémentarité et de triangulation.

3.1. Résultat de l'étude quantitative

Les données collectées via cette étude sont de type qualitatif, toutefois leur analyse fait appel à des outils quantitatifs. La stratégie d'analyse de ces données s'appuie sur un tri à plat et un tri croisé. Le recours à des techniques d'analyse multivariée étant limité par le nombre de réponses obtenues.

3.1.1. Tri à plat des données

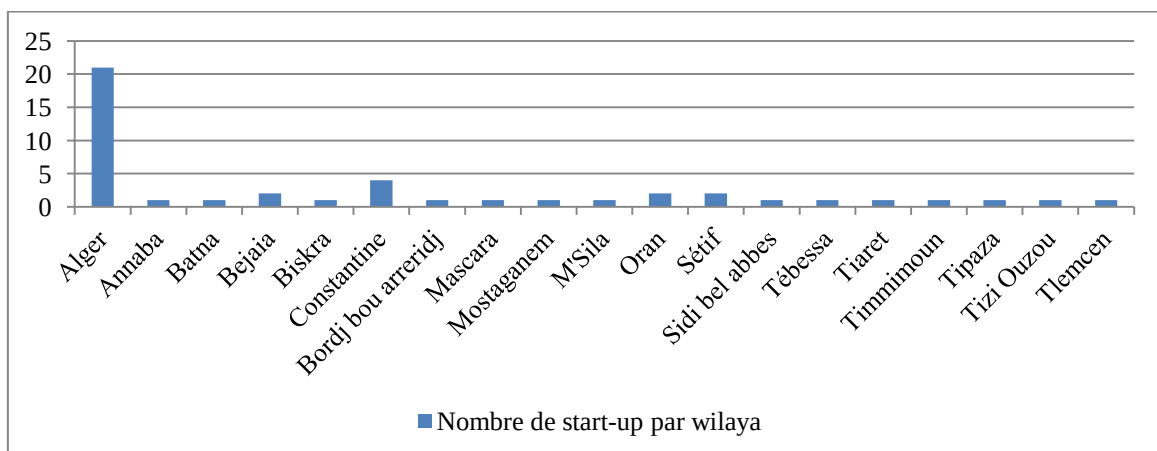
3.1.1.1. Répartition des réponses obtenues

Sur les 350 start-up contactées, 54 réponses ont été obtenues. 45 de ces 54 réponses sont considérées comme étant valides dans le sens où elles répondent au critère de discrimination (sollicitation d'un financement au niveau de l'ASF). Les 9 autres réponses ont été exclues soit parce que les start-up étaient dans l'attente d'une réponse concernant le financement, soit parce qu'elles n'ont pas sollicité de financement.

3.1.1.2. Répartition démographique des start-up

Le graphique ci-dessous illustre les wilayas où sont implantées les 45 start-up contactées.

Graphique N°11 : Répartition géographique des start-up de l'échantillon.



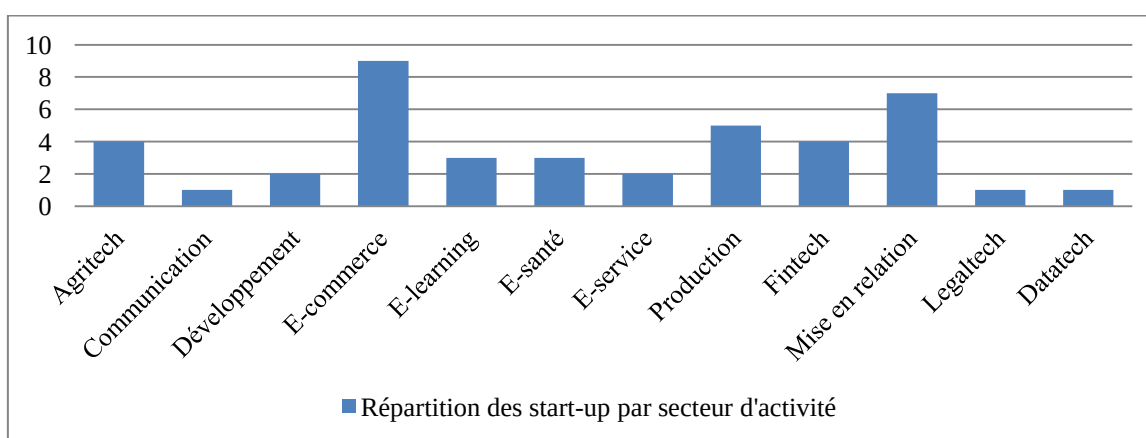
Source : données collectées via le questionnaire.

À travers ce graphique, on constate que la majorité des start-up sont localisées à Alger (21). 14 wilayas comptent une start-up, 4 wilayas comptent au moins 2 start-up. Une répartition régionale déséquilibrée ressort de la distribution de ces start-up. Si l'on tient compte du rôle des incubateurs dans l'émergence des start-up, on peut rattacher ces résultats à la forte concentration des incubateurs dans la capitale. L'absence de succursale régionale du fonds ASF pourrait par ailleurs expliquer cette répartition inégalitaire¹⁴⁹.

3.1.1.3. Répartition des start-up par secteur d'activité

Le graphique ci-dessous fournit une répartition sectorielle des start-up de l'échantillon.

Graphique N°12 : Répartition sectorielle des start-up de l'échantillon.



Source : données collectées via le questionnaire.

Cette répartition des start-up par secteur d'activité indique que la plupart œuvrent dans les domaines de l'e-commerce (9 start-up), de la mise en relation (7 start-up) et de la production (5 start-up). Cette répartition illustre la faible complexité technologique de ces start-up et une innovation de type incrémentale basée sur l'importation d'idées éprouvées dans le reste du monde. Le constat décrit ici est conforme à la description faite par (Sadoud 2017) de la configuration entrepreneuriale nationale à laquelle il rattache une prédominance des activités commerciales, une faible diversification et une complexité réduite. Une explication à cette configuration entrepreneuriale se trouve dans l'ouvrage de (Acemoglu et al. 2015) qui rattachent l'innovation radicale à la présence dans un pays donné d'institutions politiques et économiques inclusives par opposition aux institutions extractives.

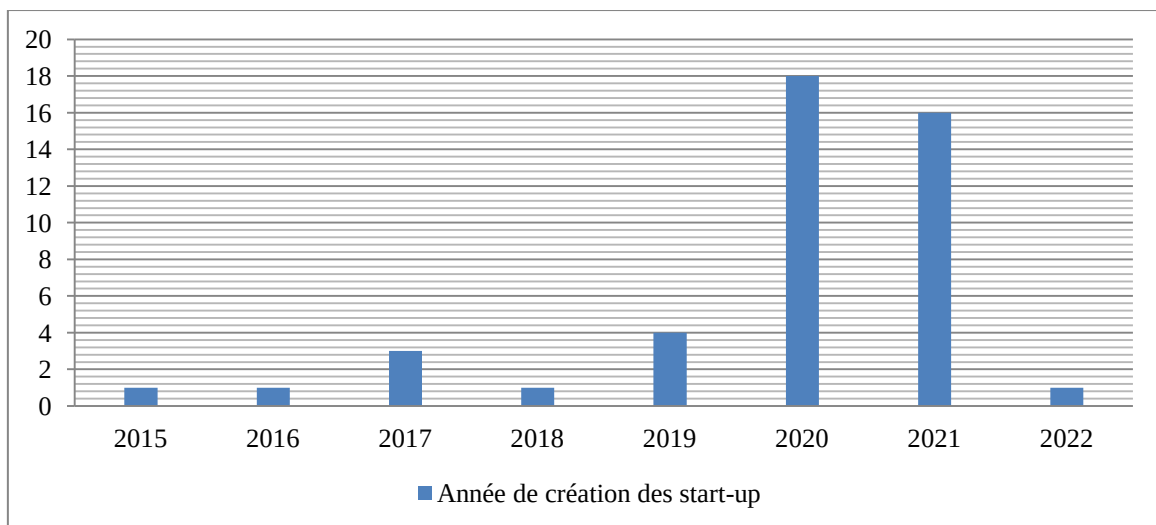
¹⁴⁹ Cette donnée ne devrait pas prévaloir à l'avenir. En effet, depuis fin août 2022, le gouvernement a mis sous la tutelle de l'ASF l'exploitation des 58 fonds d'investissement des wilayas qui sont dotés d'une enveloppe totale d'investissement de 58 milliards de dinars. L'ASF peut financer des start-up via ces fonds à hauteur de 150 millions de dinars. Source : <https://www.algerie-eco.com/2022/08/24/fonds-algerien-des-startups-signature-dune-convention-pour-lexploitation-des-fonds-dinvestissement-des-wilayas/> (consulté le 24/08/2022).

Ces limites font office de maux à l'édification d'une économie start-up génératrice d'une forte VA.

3.1.1.4. Répartition des start-up selon l'année de création

Le diagramme en bâtons ci-dessous classe les start-up de l'échantillon selon leur année de création.

Graphique N°13 : Répartition des start-up de l'échantillon selon l'année de leur constitution.



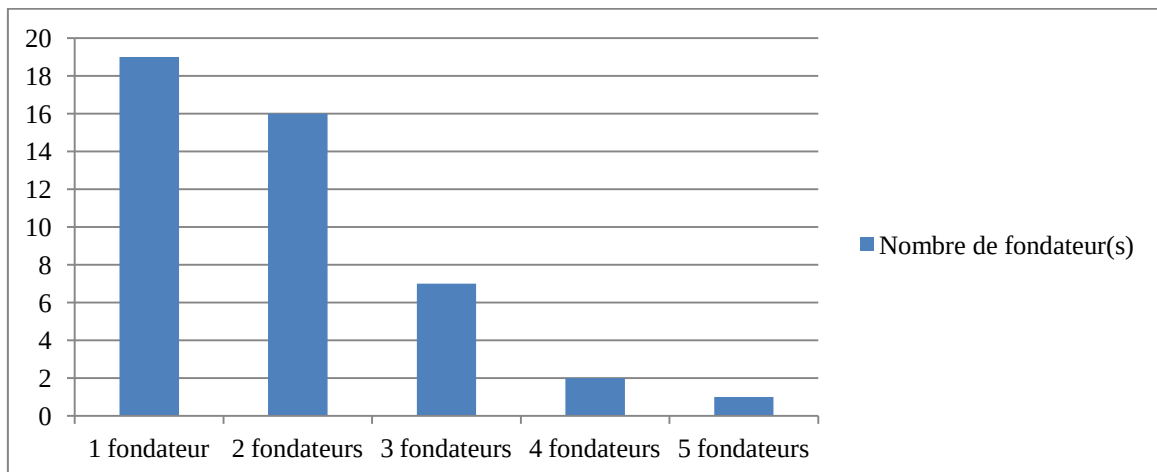
Source : données collectées via le questionnaire .

Ce graphique montre que 76% des start-up qui ont sollicité un financement au niveau de l'ASF sont de création récente (maximum deux ans d'âge). Ces résultats témoignent des effets positifs sur la création de start-up de la politique de réglementation et de soutien menée par le gouvernement. La start-up créée en 2022 représente un porteur de projet innovant labellisé auquel l'ASF a exigé d'être constitué en société pour pouvoir bénéficier d'un financement.

3.1.1.5. Répartition des start-up selon le nombre de fondateurs

Les start-up peuvent émaner de l'initiative d'un fondateur ou de plusieurs fondateurs. Le diagramme en bâtons ci-dessous fournit des informations sur ce point.

Graphique N°14 : Répartition des start-up selon le nombre de leurs fondateurs.



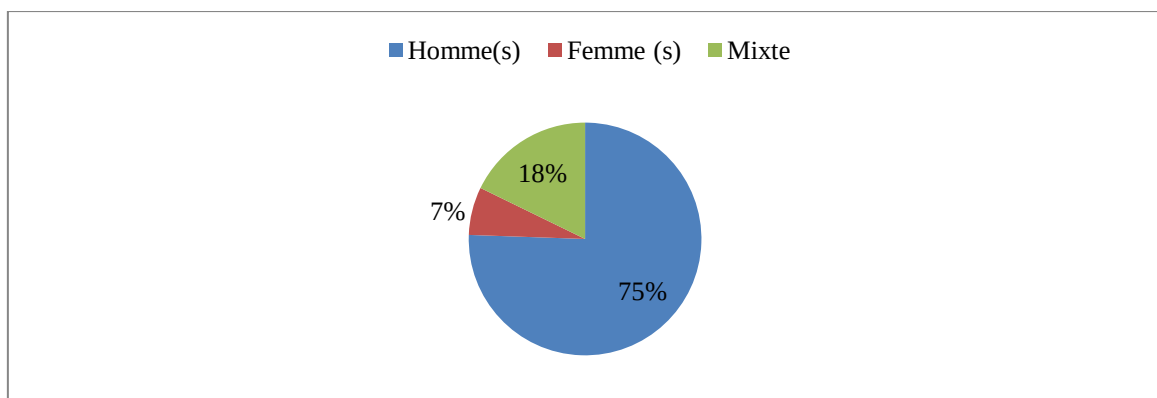
Source : données collectées via le questionnaire.

Ce graphique montre que la plupart des fondateurs comptent sur leurs compétences individuelles ou bien associent leur force avec un cofondateur lors de la création de la start-up. Ces deux formes d'organisation représentent à elles seules 78% de l'échantillon des start-up ciblées.

3.1.1.6. Répartition des start-up selon le genre

Ce point éclaire sur le sexe des fondateurs de start-up de l'échantillon.

Graphique N°15 : Genre du ou des fondateur(s) des start-up.



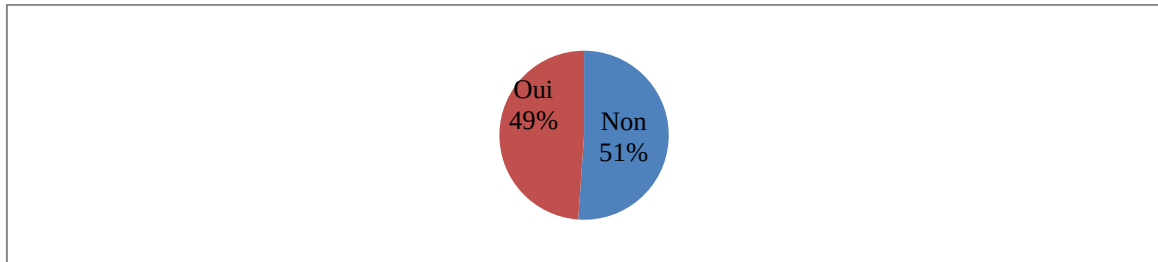
Source : données collectées via le questionnaire.

À travers ce graphique, on constate que 75% des start-up de notre échantillon qui ont sollicité un financement au niveau de l'ASF sont fondées par des hommes. À ce niveau, on ne peut pas déduire l'existence de discriminations entre les sexes car nous ne connaissons pas la proportion des hommes et des femmes qui ont obtenu un financement. Ce résultat indique simplement que peu de femmes sollicitent un financement au niveau de l'ASF.

3.1.1.7. Répartition des start-up selon l'expérience antérieure de création d'entreprise de ses fondateurs

Des informations sur la proportion des fondateurs de start-up de l'échantillon qui ont une expérience de création d'entreprise antérieure sont illustrées dans le graphique ci-dessous.

Graphique N°16 : Répartition des start-up selon l'expérience entrepreneuriale antérieure de leurs fondateurs.



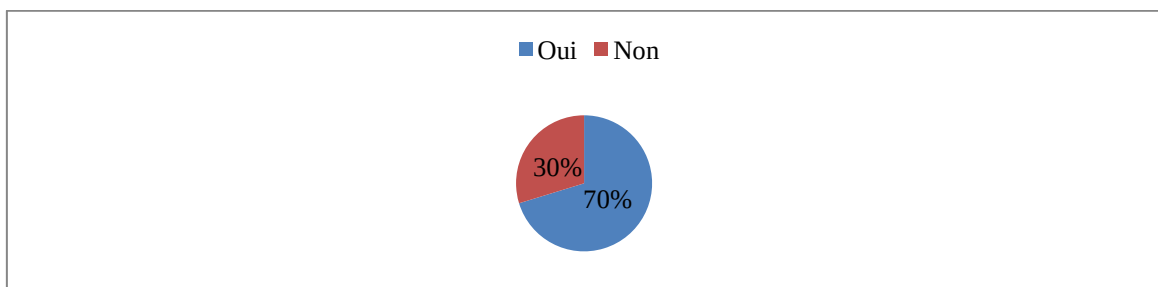
Source : données collectées via le questionnaire.

À travers ce graphique, on constate que 49% des start-up ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF ont déjà eu des antécédents en matière de création d'entreprise.

3.1.1.8. Répartition des start-up selon l'expérience de gestion des fondateurs

Dans notre codification de cette variable, nous avons associé l'expérience de gestion au succès des expériences antérieures de création des fondateurs. Le graphique ci-dessous nous fournit une représentation visuelle des résultats obtenus.

Graphique N°17 : Répartition des start-up selon l'expérience de gestion de leurs fondateurs.



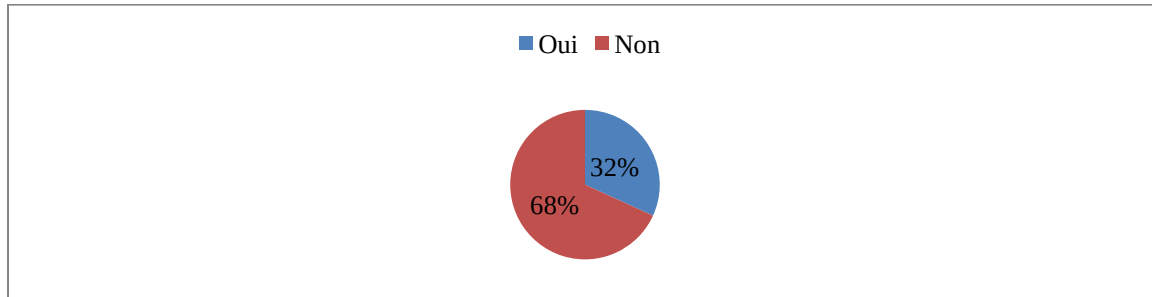
Source : données collectées via le questionnaire.

Le graphique montre que 70% des expériences antérieures de ces fondateurs se sont traduites par un succès. Ce résultat traduit les compétences de gestion d'entreprises de ces fondateurs.

3.1.1.9. Répartition des start-up selon l'expérience industrielle des fondateurs

L'expérience industrielle fait référence à la création antérieure d'une entreprise dans le même secteur industriel que celui de la start-up actuelle. Le graphique ci-dessous résume les résultats obtenus.

Graphique N°18 : Répartition des start-up selon l'expérience industrielle de leurs fondateurs.



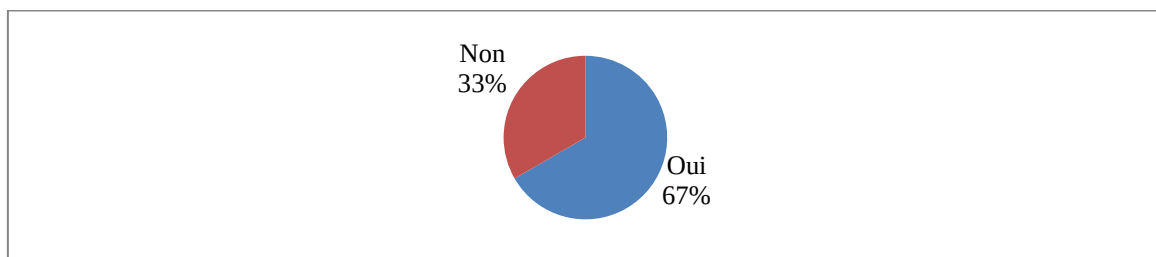
Source : données collectées via le questionnaire.

Parmi les fondateurs qui ont déjà créé une entreprise, 32% ont créé leur start-up dans le même secteur industriel.

3.1.1.10. Répartition des start-up selon l'expérience professionnelle de leurs fondateurs

L'expérience professionnelle fait référence à l'emploi antérieur des fondateurs dans une entreprise. La répartition obtenue est résumée ci-dessous.

Graphique N°19 : Répartition des start-up selon l'expérience professionnelle de leurs fondateurs.



Source : données collectées via le questionnaire.

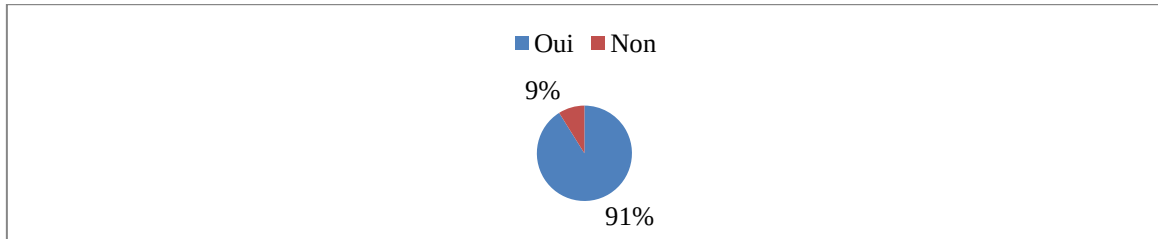
La majorité des start-up qui ont sollicité un financement au niveau de l'ASF ont donc une expérience professionnelle antérieure.

3.1.1.11. Répartition des start-up selon le niveau d'éducation de leurs fondateurs

Pour collecter les données relatives au niveau d'éducation, nous avons utilisé une question à choix multiple offrant un niveau de réponses allant du niveau primaire à l'obtention d'un doctorat. Les réponses obtenues ont été recodifiées afin d'obtenir des réponses dichotomiques.

Ainsi, nous ne considérons comme ayant un niveau d'éducation que les fondateurs qui ont obtenu une licence.

Graphique N°20 : Fondateurs de start-up et niveau d'éducation.



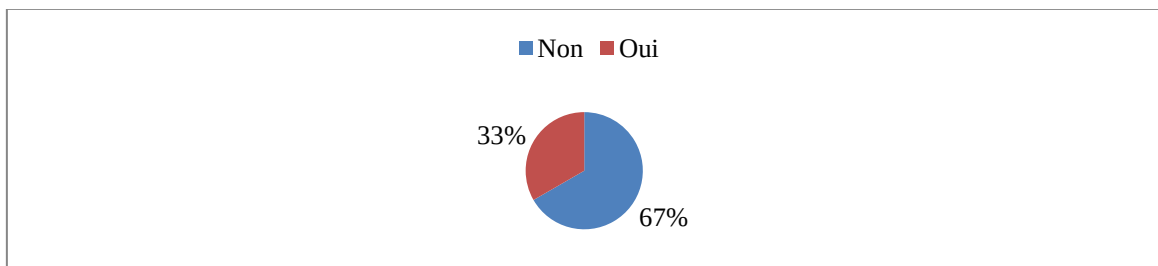
Source : données collectées via le questionnaire .

91% des start-up de l'échantillon qui ont sollicité un financement à l'ASF ont donc au minimum une licence.

3.1.1.12. Répartition des start-up selon le niveau de complétude de l'équipe fondatrice

Le niveau de complétude de l'équipe fait référence à l'autonomie de l'équipe fondatrice dans la gestion des fonctions essentielles de la start-up.

Graphique N°21 : Start-up de l'échantillon et niveau de complétude de l'équipe.



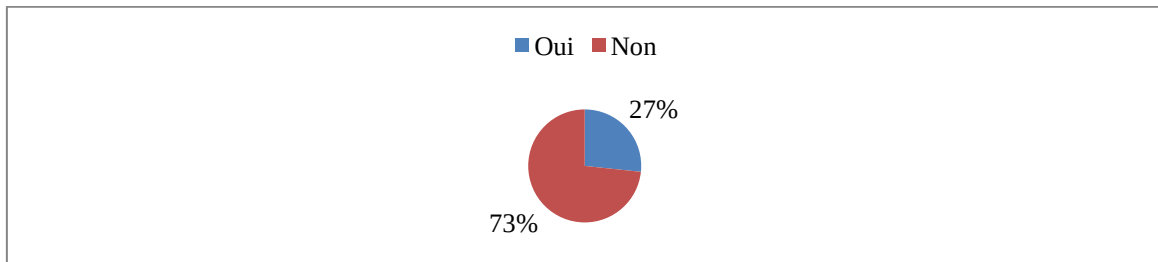
Source : données collectées via le questionnaire.

La majorité des start-up qui ont sollicité un financement au niveau de l'ASF sollicitent une expertise externe afin de gérer des tâches essentielles dans la start-up (exemple : la comptabilité, le développement...).

3.1.1.13. Répartition des start-up selon les antécédents entrepreneuriaux des parents des fondateurs

Le but ici est d'illustrer le nombre de fondateurs dont les parents ont des antécédents entrepreneuriaux.

Graphique N°22 : Antécédents entrepreneuriaux chez les parents des fondateurs.



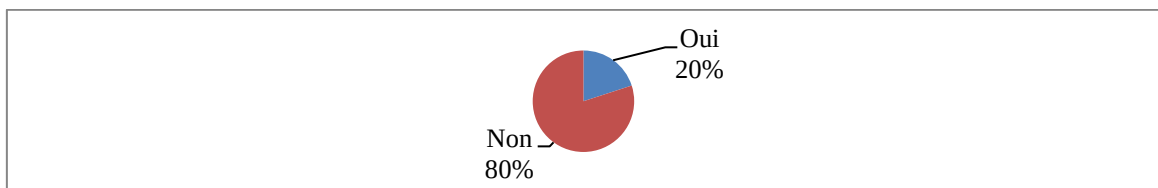
Source : données collectées via le questionnaire.

La majorité des start-up ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF émanent d'un environnement familial à orientation non entrepreneuriale. Ces individus ont donc développé leurs aspirations entrepreneuriales par l'observation de l'environnement externe.

3.1.1.14. Répartition des start-up selon les demandes de brevet déposées

Nous fournissons ici une illustration du nombre de start-up qui ont déposé une demande de brevet.

Graphique N°23 : Start-up de l'échantillon et demandes de brevet déposées.



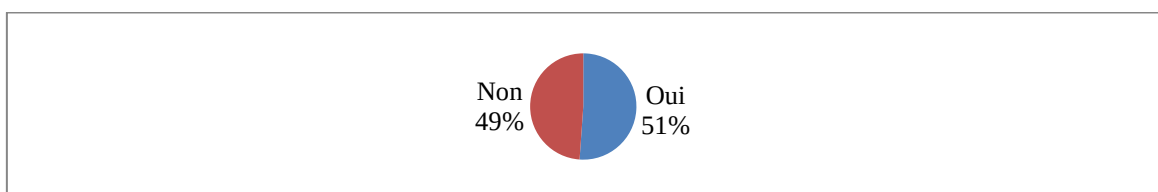
Source : données collectées via le questionnaire.

Uniquement 20% des start-up de notre échantillon se sont engagées dans un processus de demande de brevet. Ce résultat s'explique par le domaine d'activité des start-up ciblées qui est incompatible avec les pratiques de PI (exemple : impossibilité de breveter un service) et par le retard qu'enregistrent les start-up dans l'obtention des autorisations de mise sur le marché de leur produit qui constituent des exigences au brevetage.

3.1.1.15. Répartition des start-up selon les demandes de marque déposées

Des renseignements sont fournis dans ce point sur le nombre de start-up ayant déposé une demande de marque.

Graphique N°24 : Start-up de l'échantillon et demandes de marque déposées.



Source : données collectées via le questionnaire.

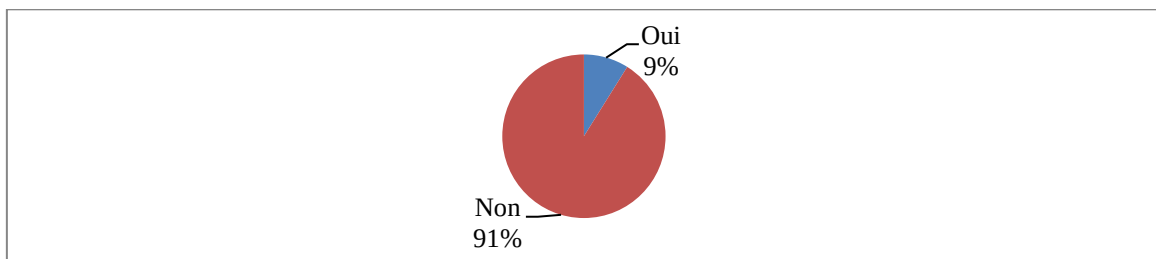
Les start-up de l'échantillon ont une répartition plutôt équilibrée en ce qui concerne le dépôt de marque où 51% ont déposé une demande de marque. L'obligation relative au dépôt de marque pour pouvoir commercialiser un produit en Algérie (Risac 2020) a deux implications dans notre cas :

- Le dépôt de marque répond à des objectifs réglementaires plutôt que de signal;
- L'absence d'une demande de marque signale à la SCR que la start-up n'a pas encore atteint le stade de la commercialisation et de la génération des revenus.

3.1.1.16. Répartition des start-up selon la conclusion d'alliance

Ce point illustre le nombre de start-up ayant conclu des alliances.

Graphique N°25 : Start-up et conclusion d'alliance.



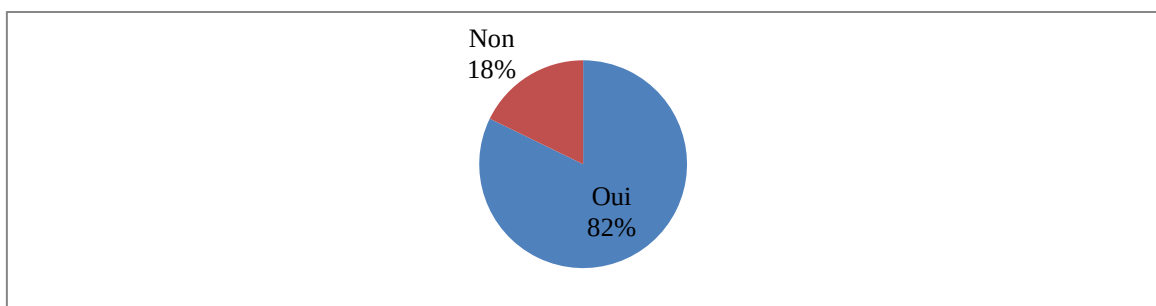
Source : données collectées via le questionnaire.

On constate que la conclusion d'alliance est une stratégie peu poursuivie par les fondateurs de start-up.

3.1.1.17. Répartition des start-up selon leur installation en dehors du domicile

Le mythe start-up suggère que ces entreprises se créent dans un garage rattaché au domicile du ou des fondateurs. Le graphique ci-dessous illustre la véracité de ce mythe au sein de notre échantillon.

Graphique N°26 : Start-up installées en dehors du domicile du fondateur.



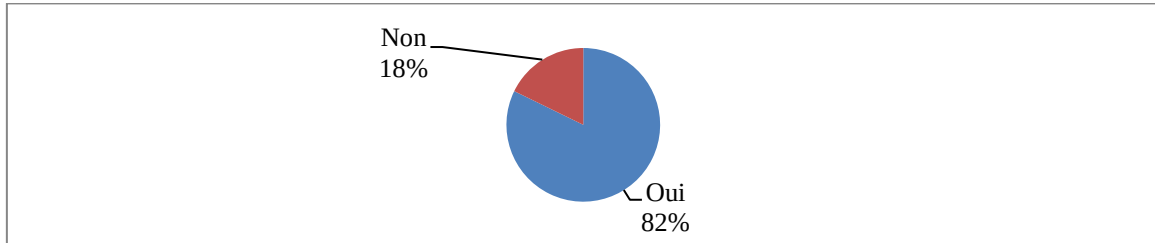
Source : données collectées via le questionnaire.

82% des start-up ayant sollicité un financement chez l'ASF disposent d'un siège social indépendant de leur domicile.

3.1.1.18. Répartition des start-up selon la fonctionnalité de leur produit ou service

La fonctionnalité fait référence ici à la capacité du produit ou service à être mis immédiatement sur le marché.

Graphique N°27 : Start-up et fonctionnalité de leur produit ou service.



Source : données collectées via le questionnaire.

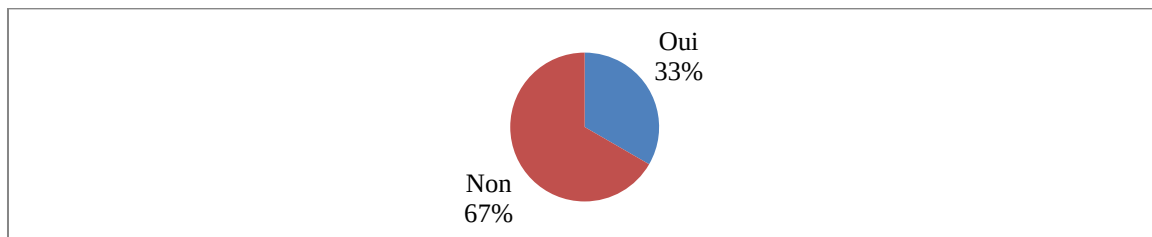
82% des start-up de l'échantillon ayant demandé un financement, disposent d'un produit ou service complètement fonctionnel et prêt à être commercialisé ou déjà commercialisé sur le marché.

3.1.1.19. Répartition des start-up selon leur capacité à être encadrées

Pour coder la capacité d'encadrement, nous avons demandé aux start-up contactées d'exprimer leur degré de croyance dans leur start-up sur une échelle allant de 1 à 10. Nous estimons ainsi que les fondateurs qui rattachent de grands espoirs au succès de leur start-up comme étant peu susceptible de tenir compte des recommandations de la SCR. Les réponses obtenues à ce niveau ont fait l'objet de la recodification suivante :

- Degré de croyance entre 8 et 10 : La start-up est peu susceptible de suivre les recommandations de la SCR.
- Degré de croyance allant de 0 à 7 : La start-up est susceptible de suivre les recommandations de la SCR.

Graphique N°28 : Représentation des start-up selon leur capacité à être encadrées.



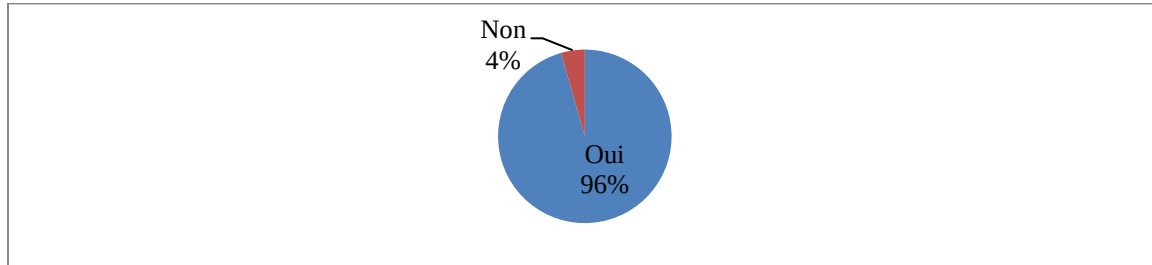
Source : données collectées via le questionnaire.

Les résultats de la codification utilisée montrent que seulement 33% des fondateurs de l'échantillon ayant sollicité un financement sont susceptibles de tenir compte des recommandations de la SCR.

3.1.1.20. Recours à l'autofinancement

Le graphique ci-dessous fournit une représentation des start-up de l'échantillon selon leur recours à l'autofinancement.

Graphique N°29 : Start-up et autofinancement.



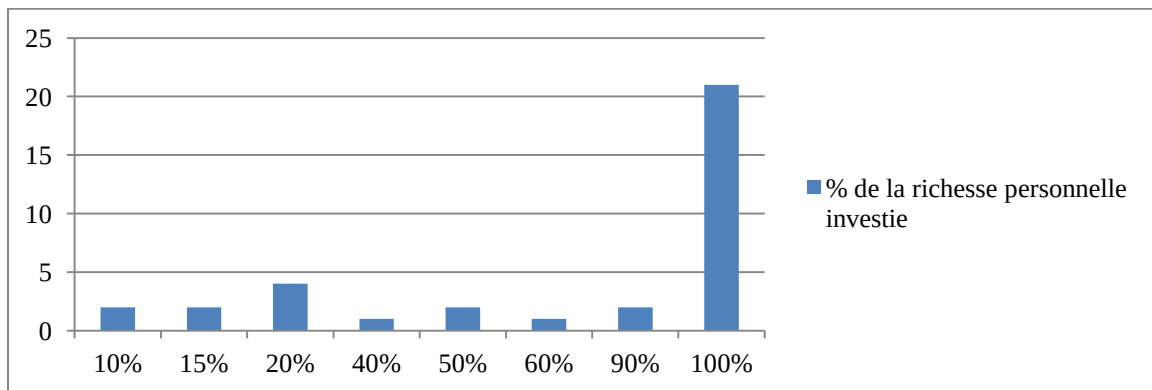
Source : données collectées via le questionnaire.

Les résultats montrent que l'autofinancement est une stratégie largement poursuivie par les start-up ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF.

3.1.1.21. Proportion de la richesse personnelle investie dans le projet

Ces données n'ont été collectées que pour 35 individus sur 45. 10 individus se sont ainsi abstenus de fournir ces informations car ils les considèrent comme étant confidentielles.

Graphique N°30 : Représentation des start-up selon la proportion de la richesse personnelle investie par leurs fondateurs.



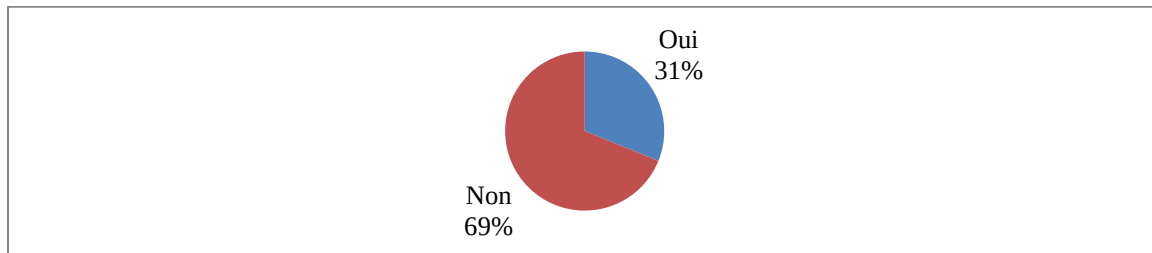
Source : données collectées via le questionnaire.

Ce graphique montre que la majorité des individus de cet échantillon ont investi l'intégralité des fonds dont ils disposent dans leur start-up.

3.1.1.22. Start-up et lien indirect avec l'ASF

Le graphique ci-dessous fournit une répartition des start-up selon qu'elles aient ou non un lien indirect avec l'ASF.

Graphique N°31 : Start-up et lien indirect avec l'ASF.



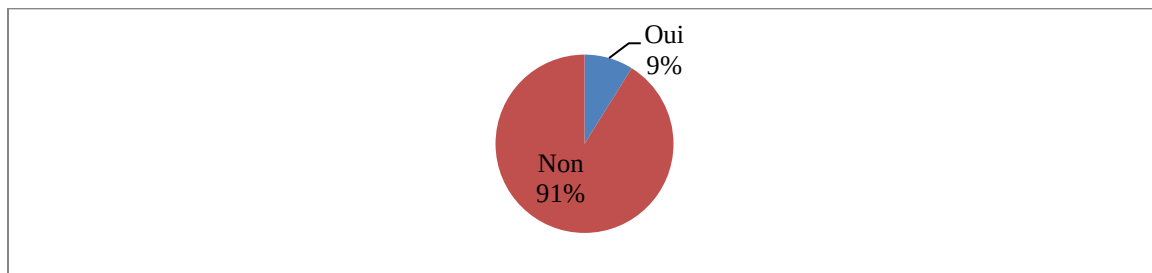
Source : données collectées via le questionnaire.

La majorité des start-up de l'échantillon ne disposent d'aucun lien indirect avec l'ASF. Pour les start-up ayant mentionné l'existence d'un lien, celui-ci est généralement un incubateur à qui elles délèguent le processus de demande de financement.

3.1.1.23. Start-up et lien direct avec l'ASF

Le graphique ci-dessous fournit une répartition des start-up selon qu'elles aient ou non un lien direct avec l'ASF.

Graphique N°32 : Start-up et lien direct avec l'ASF.



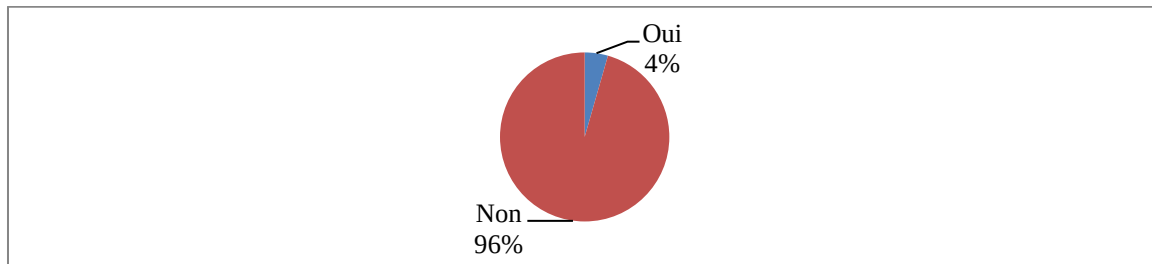
Source : données collectées via le questionnaire.

La majorité des start-up de l'échantillon ont déclaré n'avoir aucun lien direct les ayant conduits à solliciter un financement au niveau de l'ASF.

3.1.1.24. Subventions obtenues

Le graphique ci-dessous représente les start-up ayant obtenu une subvention auprès du gouvernement. Lors de la collecte des réponses pour cette catégorie, bon nombre de répondants ont eu tendance à associer cette question à l'obtention du financement via l'ASF. Ce constat peut s'expliquer par la présentation erronée qui a été faite de ce fonds lors de la conférence Algeria disrupt 2020 comme étant un véhicule de soutien par opposition au véhicule d'investissement. Ce constat a été confirmé par nos discussions informelles avec un fondateur qui a souhaité solliciter un financement mais qui s'est rétracté après avoir pris connaissance de la vocation réelle de ce fonds.

Graphique N°33 : Start-up et subventions obtenues.



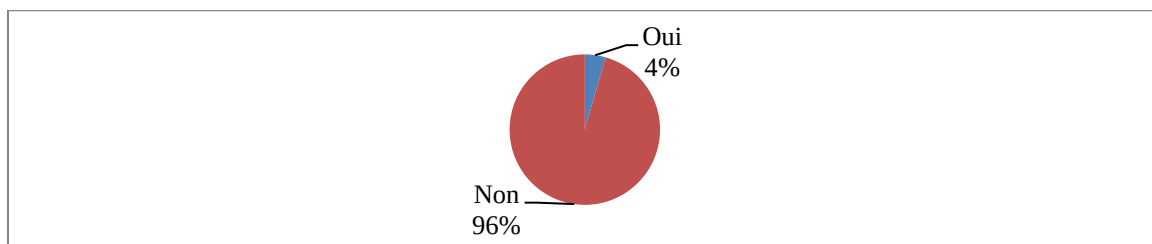
Source : données collectées via le questionnaire.

Après avoir fait le tri dans les réponses obtenues, il ressort que 2 start-up uniquement ont pu bénéficier d'une subvention qui leur a été offerte par leur incubateur.

3.1.1.25. Financement via business angels

Le graphique ci-dessous fournit une répartition des start-up selon leur obtention d'un financement auprès d'un BA.

Graphique N°34 : Start-up et financement via BA.



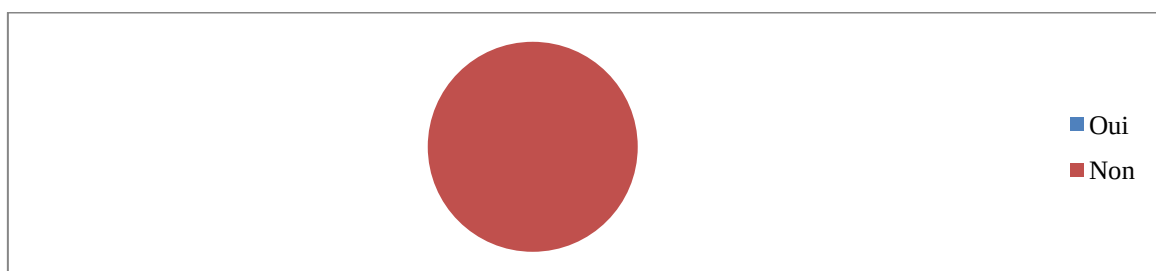
Source : données collectées via le questionnaire.

Rares sont les start-up de l'échantillon qui ont pu bénéficier d'un financement antérieur auprès d'un BA (CBA en l'occurrence). Les données collectées confirment que CBA est le seul BA qui est réellement actif en Algérie.

3.1.1.26. Financement via crowdfunding

Le graphique ci-dessous fournit une répartition des start-up selon leur recours au financement via crowdfunding.

Graphique N°35 : Start-up et financement via crowdfunding.



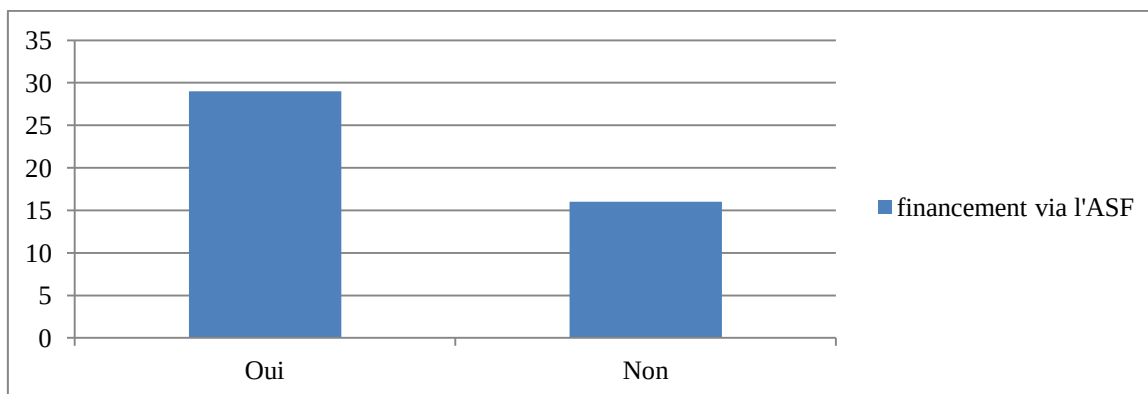
Source : données collectées via le questionnaire.

Aucune start-up de l'échantillon n'a obtenu de financement via une PC. Ce résultat traduit l'inactivité des 3 plateformes qui exercent en Algérie.

3.1.1.27. Financement via l'ASF

Le diagramme en bâtons ci-dessous fournit une répartition des start-up selon leur obtention ou non d'un financement via l'ASF.

Graphique N°36 : Start-up et financement via l'ASF.



Source : données collectées via le questionnaire.

Parmi l'échantillon des 45 start-up qui ont répondu au questionnaire, 29 ont pu obtenir un financement auprès de l'ASF et 16 d'entre elles ne l'ont pas obtenu. Les derniers chiffres font état de 70 start-up financées jusqu'au mois d'avril 2022¹⁵⁰ et 86 dossiers traités¹⁵¹. Cette étude a donc pu cibler 41% des start-up ayant obtenu un financement et 52% des start-up dont les dossiers ont été traités par l'ASF.

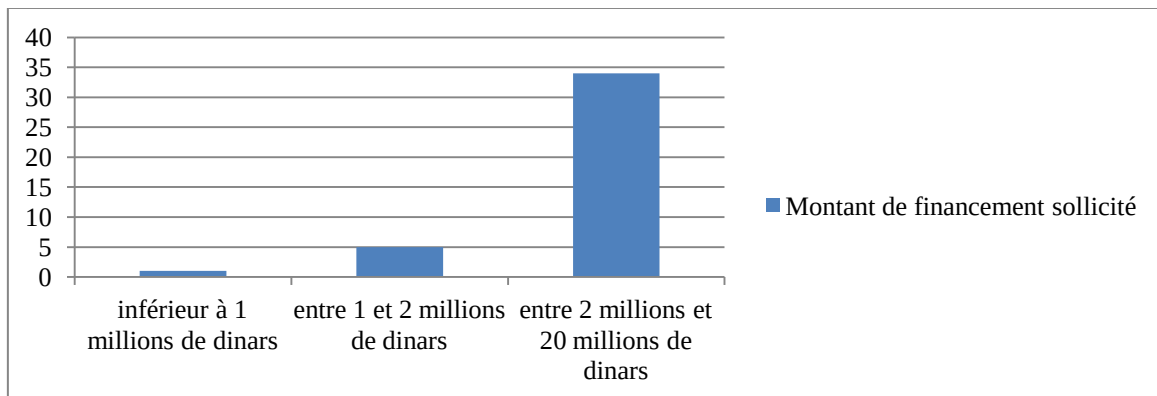
3.1.1.28. Montant de financement sollicité auprès de l'ASF

Le fonds ASF offre des niveaux de financement allant de 1 millions de dinars à 20 millions de dinars, le graphique ci-dessous illustre la répartition des start-up selon les montants sollicités. À ce niveau, 5 répondants se sont abstenus de répondre pour des raisons de confidentialité.

¹⁵⁰ **Source :** <https://www.elmoudjahid.dz/fr/economie/financement-des-start-up-600-millions-da-pour-l-innovation-181263> (consulté le 5 juin 2022).

¹⁵¹ **Source :** asf.dz (consulté le 5 juin 2022).

Graphique N°37 : Répartition des start-up selon les montants de financement sollicités auprès de l'ASF.



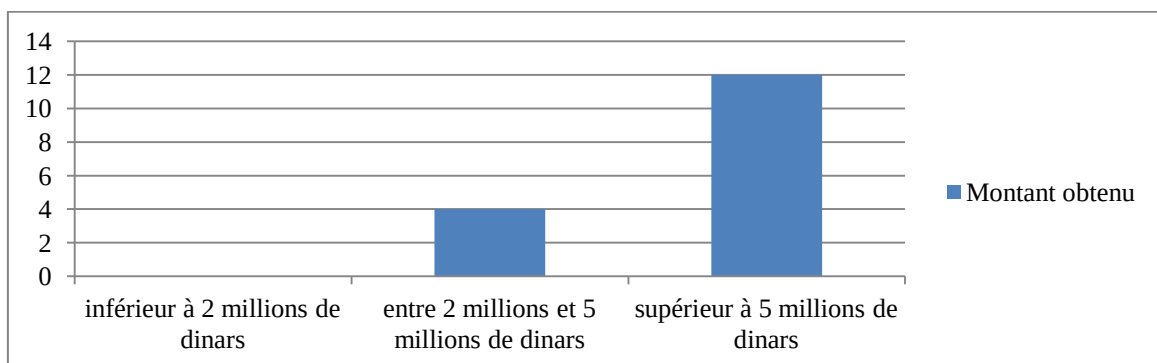
Source : données collectées via le questionnaire.

La plupart des start-up de l'échantillon ont sollicité des financements supérieurs à 2 millions de dinars. À partir de cette répartition, on constate qu'une seule start-up a demandé un financement qui ne concorde pas avec les seuils de financement de l'ASF. Ce faible nombre d'observations exclut donc l'examen du signal d'une demande de financement faible.

3.1.1.29. Montant de financement obtenu via l'ASF

Sur les 29 start-up qui ont obtenu le financement dans l'échantillon, seulement 16 nous ont indiqué les montants obtenus. Le graphique ci-dessous résume les réponses obtenues.

Graphique N°38 : Répartition des start-up selon les montants de financement obtenus auprès de l'ASF.



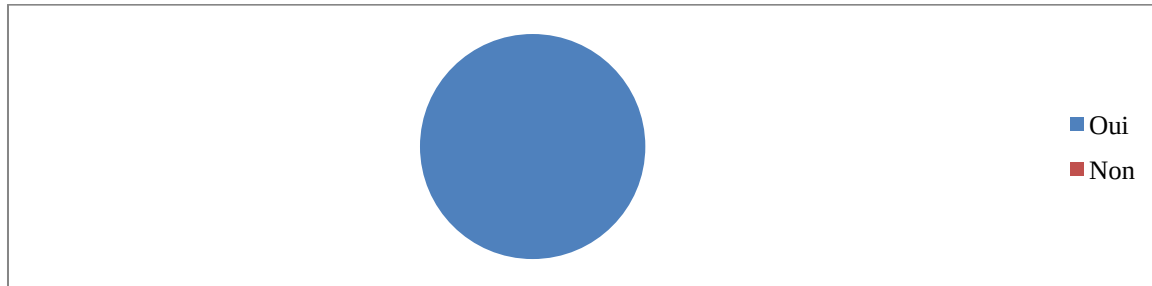
Source : données collectées via le questionnaire.

Parmi les 16 start-up qui ont répondu à cette question, 12 ont obtenu des niveaux de financement supérieurs à 5 millions de dinars et 4 entre 2 et 5 millions de dinars.

3.1.1.30. Recours au business plan

Les start-up de l'échantillon ont été questionnées pour savoir si elles ont utilisé un business plan pour appuyer leur demande de financement au niveau de l'ASF. Le graphique résume les réponses obtenues.

Graphique N°39 : Start-up et utilisation du business plan.



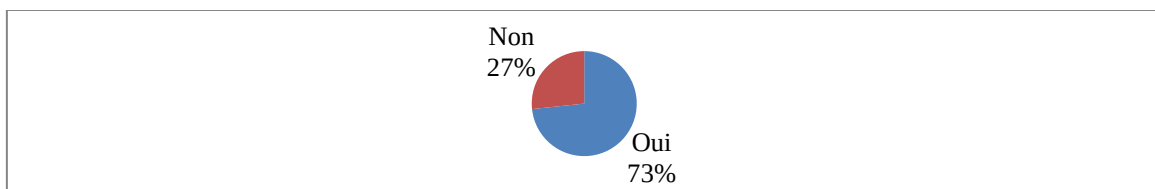
Source : Données collectées via le questionnaire.

L'intégralité des start-up de l'échantillon ont eu recours au business plan pour appuyer leur demande de financement. Contrairement à la littérature qui indique que les SCR ont tendance à ne pas se référer à ce document, il apparaît donc que ce document est obligatoire dans le processus de demande de financement. L'instrument de mesure utilisé ne nous permet cependant pas de cerner l'influence de ce document sur la prise de décision de l'ASF. Ainsi, il aurait été plus judicieux de questionner les répondants sur le recours ou non à un modèle préfabriqué de plan d'entreprise qu'on trouve facilement sur internet.

3.1.1.31. Recours aux images

Les start-up de l'échantillon ont été questionnées sur leur recours aux images pour mettre en valeur leur produit ou service. Le graphique ci-dessous résume les réponses obtenues.

Graphique N°40 : Start-up ayant intégré des images de leur produit ou service dans le business plan.



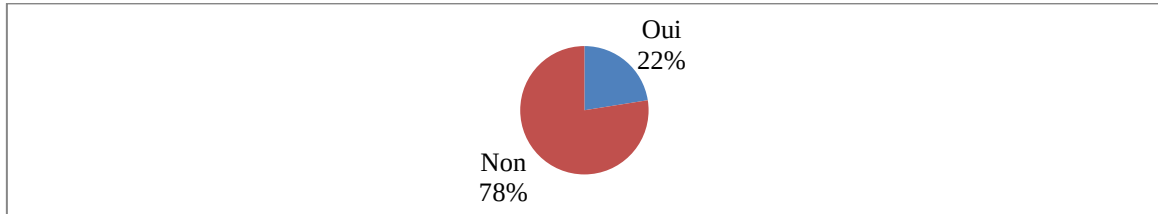
Source : données collectées via le questionnaire.

Les données collectées révèlent que 73% des start-up de l'échantillon ont appuyé leur produit ou service par des images.

3.1.1.32. Recours à la couleur rouge

Les start-up ont été questionnées sur l'usage de la couleur rouge dans leur plan d'entreprise. Une illustration des réponses obtenues est représentée ci-dessous.

Graphique N°41 : Start-up et utilisation de la couleur rouge.



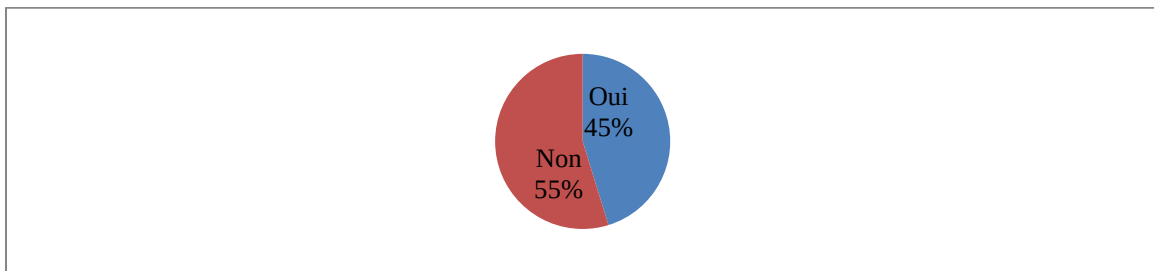
Source : données collectées via le questionnaire.

Les résultats révèlent que la majorité des start-up n'utilisent pas la couleur rouge dans leur plan d'entreprise.

3.1.1.33. Utilisation de la couleur bleue

Les start-up ont été questionnées sur l'usage de la couleur bleue dans leur plan d'entreprise. Une illustration des réponses obtenues est représentée ci-dessous.

Graphique N°42 : Start-up et utilisation de la couleur bleue.



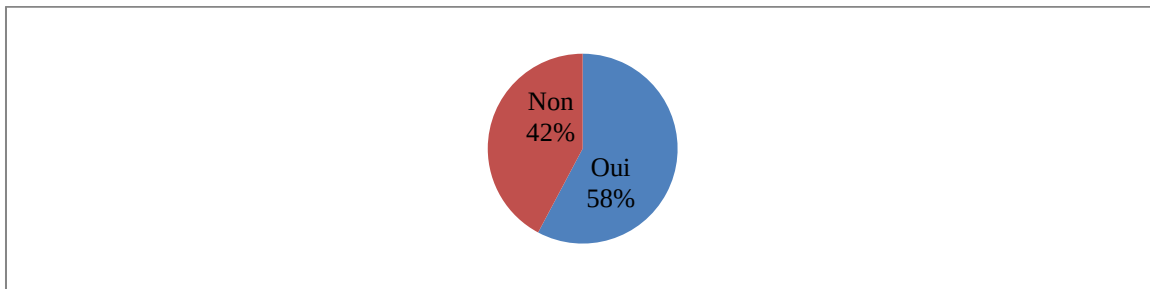
Source : données collectées via le questionnaire.

Comparativement à la couleur rouge, les start-up de l'échantillon utilisent plus la couleur bleue.

3.1.1.34. Implantation sur un marché pionnier

Pour mesurer l'implantation sur un marché pionnier, nous avons utilisé deux mesures. L'une s'appuie sur la réponse du répondant et l'autre, de type confirmative, s'appuie sur la recherche sur internet d'information sur des start-up similaires en Algérie. Le graphique suivant résume les réponses obtenues.

Graphique N°43 : Start-up et implantation sur un marché pionnier.



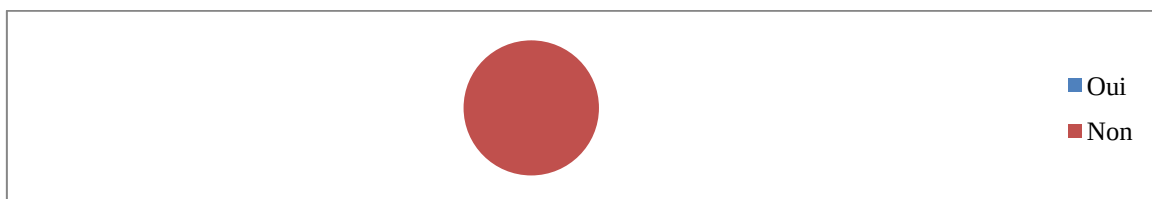
Source : données collectées via le questionnaire.

Les résultats de cette codification montrent que 58% des start-up de l'échantillon sont implantées sur un marché pionnier.

3.1.1.35. Stratégie de nommage éponyme

Le graphique ci-dessous indique le pourcentage de start-up qui recourent à une stratégie de nommage éponyme.

Graphique N°44 : Start-up et stratégie de nommage éponyme.



Source : données collectées via le questionnaire.

Ce graphique montre qu'aucune start-up de l'échantillon ne recourt à une stratégie de nommage de type éponyme.

3.1.1.36. Détails sur les informations financières mises en avant par les start-up

Nous avons demandé aux start-up de l'échantillon si elles mettent en évidence les informations financières suivantes :

- La trésorerie positive;
- Les dépenses de R&D;
- Le TCR;
- La génération des revenus;
- La rentabilité financière attendue;
- Le TRI attendu.

Le tableau ci-dessous résume les réponses obtenues.

Tableau N°22 : Informations sur les données financières mises en avant par les start-up.

Éléments	Non	Oui
Trésorerie positive	58%	42%
Dépenses de R&D	42%	58%
TCR	13%	87%
La génération de revenus	55%	44%
La rentabilité financière attendue	0%	100%
Le TRI	4%	96%

Source : données collectées via le questionnaire.

À travers ce tableau on peut constater que la majorité des start-up ne disposent pas de trésorerie positive, elles ne génèrent également pas des revenus. La majorité d'entre elles par contre intègrent un TCR et des informations sur la rentabilité financière attendue et le TRI. Comme pour le business plan, ces deux dernières informations semblent avoir un caractère obligatoire. Leur importance semble donc être guidée par d'autres motifs que nous essayerons de cerner via une démarche méthodologique différente.

Le tri à plat effectué, au-delà de nous avoir fourni des informations générales sur l'échantillon, a permis d'identifier 6 déterminants qui ne devrait pas influencer la prise de décision des SCR à savoir : l'obtention de subvention, le financement via BA et via crowdfunding, le montant demandé, le business plan, la stratégie de nommage éponyme.

3.1.2. Tri croisé des données

Dans cette seconde phase d'analyse des données, les 27 déterminants restants seront croisés avec la variable dépendante (obtention d'un financement auprès de l'ASF). Le degré de significativité de ces déterminants sera identifié grâce à l'usage des statistiques inférentielles et plus exactement du test de khi2 d'indépendance¹⁵². Cette mesure d'association sera utilisée d'une manière complémentaire avec des mesures indiquant l'intensité de l'association telles que le Phi, le V de cramer et l'Eta carré.

¹⁵² Selon Wikipédia, ce test permet de vérifier l'absence de lien statistique entre deux variables X et Y. Concrètement, ce test prend la forme d'une hypothèse statistique dont la finalité est de déterminer l'existence éventuelle d'une liaison entre deux variables catégorielles. Il faut signaler par ailleurs que ce test fait partie de la catégorie des tests non paramétriques qu'on utilise dans la conduite de recherches utilisant des échantillons non aléatoires ou faisant appel à des données qualitatives. Contrairement aux tests paramétriques, l'utilisation des tests non paramétriques présente l'avantage de ne pas répondre à des conditions strictes d'exécution telle que la distribution normale des données, et ce sans aucune conséquence sur la robustesse de leurs résultats.

❖ **Calcul du Khi2 d'indépendance** : $(\text{valeur théorique} - \text{valeur réelle})^2 / \text{valeur théorique}$.

Pour faire un test de khi2 d'indépendance, il y a lieu de formuler deux hypothèses :

H0 : les deux variables sont indépendantes.

H1 : il existe une dépendance entre ces deux variables.

La validation de l'une des hypothèses se fait via l'interprétation de la p.value obtenue. Ainsi:

- Si la p.value est supérieure à 5% alors on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle (H0) d'indépendance des variables.
- Si la p.value est inférieure à 5% alors on rejette l'hypothèse nulle et on accepte l'hypothèse alternative de dépendance des variables.
- ❖ **Le V de cramer** : est une mesure de la force d'association entre deux variables nominales binaires. Il prend une valeur allant de 0 à 1. Plus celui-ci tend vers 1, plus il existe une forte association entre les variables étudiées. Le V de cramer est égal à la racine carrée du khi2 divisé par le Khi2 max.
- ❖ **Le Phi de Pearson** : est lui aussi une mesure de la force d'association, cependant contrairement au V de cramer, le Phi peut prendre des valeurs allant de -1 à 1. Il permettra donc de déterminer des effets négatifs sur la variable dépendante. Il est égal à la racine carrée du khi2 divisé par le nombre total d'observations.
- ❖ **L'Eta carré** : cet indicateur permet d'illustrer la proportion de la variance de la variable dépendante expliquée par la variable indépendante. Il varie entre 0 et 1. Son interprétation est dépendante du résultat du khi2 d'indépendance.

Cette analyse croisée a été effectuée via le logiciel SPSS version 25.

3.1.2.1. Implantation sur un marché pionnier et financement via l'ASF

Le tableau ci-dessous illustre le croisement effectué entre la variable implantation sur un marché pionnier et le financement par l'ASF.

Tableau N°23 : Implantation sur un marché pionnier * financement via l'ASF.

Financement ASF Marché pionnier	Non	Oui
Non	14	5
Oui	2	24
Total	16	29
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,000	

Test exact de Fisher ¹⁵³	,000
V de cramer/Phi	,681
Eta carré	,681

Source : Analyse SPSS.

Pour l'implantation sur le marché pionnier, la p.value obtenue est inférieure à 5%. Ceci suggère l'existence d'une dépendance entre l'implantation sur un marché pionnier et le financement par l'ASF. Le V de cramer indique quant à lui que le degré d'association est très fort. L'Eta quant à lui indique que 68% de la variance de la variable financement par l'ASF peut être expliquée par l'implantation sur un marché pionnier.

3.1.2.2. Influence des déterminants du capital humain sur le financement via l'ASF

Le tableau croisé ci-dessous met en évidence l'influence des sept déterminants du capital humain retenus dans cette thèse sur le financement via l'ASF.

Tableau N°24 : Déterminants du capital humain * financement via ASF.

Variables indépendantes Financement ASF	Expérience de création d'entreprise		Niveau d'éducation		Expérience de gestion		Expérience professionnelle		L'expérience industrielle		La taille de l'équipe		Degré de complétude de l'équipe	
	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Non	11	5	2	14	3	9	8	8	4	1	5	11	9	7
Oui	12	17	2	27	8	17	7	22	11	6	14	15	21	8
Total	23	22	16	29	11	26	15	30	15	7	19	26	30	15
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,079		p.value = ,527		p.value = ,663		p.value = ,078		p.value = ,519		p.value = ,268		p.value = ,271	
Test exact de Fisher			,608		1,000				1,000					
V de cramer/Phi	,262		,094		,072 /- ,072		,263		,138		,165 /- ,165		,164 /- ,164	
Eta carré	,262		,094		,072		,263		,138		,165		,164	

Source : Analyse SPSS.

Aucune des p.values associées à ces déterminants du capital humain n'est inférieure au seuil de 5% ce qui nous conduit à accepter l'hypothèse nulle d'indépendance des variables du capital humain. Autrement dit, il n'existe aucune association entre ces déterminants du capital humain et le financement via l'ASF. Le phi de Pearson fait état d'associations négatives entre

¹⁵³ Ce test est une alternative au khi2 d'indépendance lorsque l'effectif d'une ou plusieurs cellules est inférieur à 5.

le fait d'être constitué en équipe, de disposer d'une expérience de gestion, d'une complétude de l'équipe et le financement via l'ASF. Cependant, ces résultats sont non significatifs en raison des p.values supérieures au seuil de 5%.

3.1.2.3. Influence des déterminants du capital intellectuel et social sur le financement via l'ASF

Le tableau croisé suivant précise l'influence des 2 déterminants du capital intellectuel et des 3 déterminants du capital social.

Tableau N°25 : Capital intellectuel et social * financement via l'ASF.

Variables indépendantes Financement ASF	La demande d'un brevet		La demande de marque		Les liens indirects		Les liens directs		La conclusion d'alliance	
	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Non	16	0	9	7	11	5	15	1	16	0
Oui	20	9	13	16	20	9	26	3	25	4
Total	36	9	22	23	31	14	41	4	41	4
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,013		p.value = ,463		p.value = ,988		p.value = ,644		p.value = ,120	
Test exact de Fisher	,017				1,000		1,000		,281	
V de cramer/Phi	,371		,109		,002/-,002		,069		,232	
Eta carré	,371		,109		,002		,069		,232	

Source : Analyse SPSS.

Parmi les déterminants liés au capital intellectuel et social, il n'y a que la demande de brevet qui a une p.value inférieure au seuil de 5%. Il existe donc une association entre la demande de brevet et le financement via l'ASF. À partir du V de cramer, on peut déduire qu'on a à faire à une association modérée. L'Eta quant à lui indique que 37% de la variance de la variable financement par l'ASF peut s'expliquer par la demande de brevet.

Par ailleurs, en raison d'une p.value supérieure au seuil de 5%, on déduit qu'il n'existe aucune association entre la demande de marque, la conclusion d'alliance, les liens directs et indirects et le financement via l'ASF.

3.1.2.4. Influence des déterminants liés à l'accomplissement de la start-up

Le tableau suivant examine l'influence de 2 déterminants qui signalent un accomplissement de la start-up sur le financement par l'ASF.

Tableau N°26 : Signaux d'accomplissement de la start-up * financement via l'ASF.

Variables indépendantes Financement ASF	Le produit ou le service		L'installation dans une propriété commerciale	
	Non	Oui	Non	Oui
Non	4	12	3	13
Oui	4	25	5	24
Total	8	37	8	37
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,347		p.value = ,899	
Test exact de Fisher	,427		1,000	
V de cramer/Phi	,140		,019	
Eta carré	,140		,019	

Source : Analyse SPSS.

Aucun de ces signaux d'accomplissement ne semble être associé au financement via l'ASF. Leur p.value étant supérieure à 5%, on ne peut donc pas rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance des variables.

3.1.2.5. L'influence des déterminants financiers

Le tableau croisé suivant examine l'influence de 4 déterminants financiers sur la prise de décision de l'ASF.

Tableau N°27 : Déterminants financiers * financement ASF.

Variables indépendantes Financement ASF	Les dépenses de R&D		La trésorerie positive		Le TCR		La génération des revenus	
	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Non	11	5	11	5	5	11	9	7
Oui	8	20	15	14	1	28	16	13
Total	19	25	26	19	6	39	25	20
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,010		p.value = ,268		p.value = ,009		p.value = ,944	
Test exact de Fisher					,017			
V de cramer/Phi	,390		,165		,391		,010	
Eta carré	,390		,165		,391		,010	

Source : Analyse SPSS.

Sur les 4 déterminants financiers, deux ont une p.value inférieure au seuil de 5%. Il s'agit des dépenses de R&D et du TCR. Ils sont donc associés au financement via l'ASF. Leur V de cramer indique que cette association est modérée. L'Eta quant à lui indique que 39% de la variance de la variable financement par l'ASF peut être expliquée par les dépenses de R&D et par l'intégration du TCR.

La trésorerie positive et la génération des revenus ont une p.value supérieure au seuil de 5%, ce qui nous oblige à accepter l'hypothèse nulle d'indépendance des variables. Autrement dit, il n'existe aucune association entre ces deux déterminants et le financement par l'ASF.

3.1.2.6. L'influence du genre sur le financement via l'ASF

Le tableau ci-dessous résume l'analyse menée pour déterminer l'influence du genre sur le financement via l'ASF.

Tableau N°28 : Genre * financement via l'ASF.

Variables indépendantes	Genre		
Financement ASF	Femme(s)	Homme(s)	Mixte
Non	1	12	3
Oui	2	22	5
Total	3	34	8
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,990		
Test exact de Fisher			
V de cramer/Phi	,021		
Eta carré	,021		

Source : Analyse SPSS.

Le tableau ci-dessous illustre une relation d'indépendance entre le genre et le financement via l'ASF. Autrement dit, en raison d'une p.value supérieure au seuil de 5%, on ne peut pas déduire que le genre de l'entrepreneur ou de l'équipe fondatrice influence l'obtention d'un financement auprès de l'ASF.

3.1.2.7. L'influence des autres déterminants sur le financement via l'ASF

Le tableau ci-dessous résume l'analyse menée pour cerner l'influence sur le financement par l'ASF de 7 déterminants qui n'ont pu être classés dans les catégories précédemment mentionnées.

Tableau N°29 : Autres déterminants * financement via l'ASF.

Variables indépendantes	Parents propriétaires d'entreprise		Capacité d'encadrement		L'intégration d'images du produit ou du service		L'effet de la couleur rouge		L'effet de la couleur bleu		La proportion de la richesse personnelle investie ¹⁵⁴	
Financement ASF	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Non	10	6	9	7	6	10	11	3	7	7	4	9
Oui	23	6	21	8	6	23	22	6	16	12	5	17
Total	33	12	30	15	12	33	33	9	23	19	9	26
Test du khi2 d'indépendance	p.value = ,222		p.value = ,271		p.value = ,222		p.value = 1,000		p.value = ,661		p.value = ,599	
Test exact de Fisher	,296				,296		1,000				,698	
V de cramer/Phi	,182/-,182		,164/-,164		,182		,000		,068/-,068		,089	
Eta carré	,182		,164		,182		,000		,068		,089	

Source : Analyse SPSS.

Sur ces 7 déterminants, aucun n'a une p.value inférieure au seuil de 5%. Ceci implique l'existence d'une relation indépendante entre ces variables et le financement via l'ASF.

Au terme de cette analyse bivariée, seulement 4 déterminants se sont avérés être associés de manière significative avec le financement via l'ASF. Il s'agit de l'implantation sur un marché pionnier, la demande de brevet, l'engagement de dépenses dans la R&D, l'intégration d'un TCR dans le business plan.

3.2. Résultat de l'analyse qualitative de contenu

Cette analyse de contenu a porté sur un document interne à l'ASF intitulé « *expression des besoins financiers* ». Ce document nous a été fourni par un fondateur de start-up que nous avons contacté lors de la réalisation de l'étude quantitative.

¹⁵⁴ L'examen de l'influence de ce déterminant a nécessité une recodification binaire des données présentées dans le graphique N°30. Ainsi, tous les individus ayant investi une proportion de richesse inférieure à 50% ont reçu la valeur 0. Ceux ayant investi 50% et plus ont reçu la valeur 1.

3.2.1. Présentation du document

Le document se présente sous format Excel, il comprend 7 onglets ou feuilles organisés comme suit :

- Bilan;
- Résultat;
- Rentabilité du projet;
- Flux de trésorerie;
- Plan d'investissement;
- Détail sur le CA;
- Détail sur la masse salariale.

Tous les onglets à l'exception du plan d'investissement comportent un volet réalisation et un volet prévision. Ce dernier volet porte sur 5 ans, ceci nous renseigne sur la durée d'investissement de l'ASF. Le volet réalisation porte sur 3 ans.

3.2.2. Principales conclusions pouvant être tirées du document

La structure de ce document regroupe l'ensemble des informations nécessaires à l'examen de la rentabilité du projet d'investissement telles que présentées dans la section 3 du chapitre 4.

Conformément à ce qui a été indiqué dans le chapitre 4, on constate que le volet réalisation permet à l'ASF de mener une analyse financière sur les start-up qui disposent d'antécédents.

Les bilans prévisionnels permettent d'apprécier les investissements qui seront réalisés ainsi que la variation du BFR induite par le projet.

Le volet résultat au-delà d'être une base pour le calcul des cash flows, de la rentabilité économique et financière ainsi que du seuil de rentabilité, fournit des indications sur l'origine du résultat net (activité d'exploitation ou financière).

Le volet rentabilité du projet est séparé en trois tableaux¹⁵⁵, le premier renseigne sur la détermination des cash flows. À ce niveau, c'est la méthode additive qui est retenue, elle reprend la rubrique résultat net à laquelle elle incorpore les amortissements. Les responsables financiers de l'ASF auront une indication sur les amortissements réalisés par la consultation de l'actif du bilan. Le second tableau reprend la ligne cash flow précédemment calculée et incorpore une nouvelle ligne intitulée cash flow actualisés. Le troisième tableau exige du porteur de projet de déterminer le total des cash flows, l'investissement, la VAN et le TRI.

¹⁵⁵ Ces trois tableaux ont été condensés dans un seul tableau lors de leurs présentations au niveau de l'annexe 5.

À partir de ce troisième onglet, on peut déduire que l'ASF s'appuie sur deux principaux indicateurs pour examiner la rentabilité du projet à savoir la VAN et le TRI. Le fonds recourt par ailleurs à la technique de l'actualisation. À ce niveau, nous ne pouvons pas savoir si des techniques d'analyse de rentabilité en environnement incertain sont utilisées.

Le quatrième onglet fournit des renseignements sur la trésorerie résultant des trois activités principales de l'entreprise (exploitation, investissement et financement). Il permet donc à l'ASF d'apprécier l'origine de la trésorerie actuelle et prévisionnelle de la start-up.

L'onglet plan d'investissement fournit à l'ASF une idée sur l'affectation des fonds qu'elle octroiera. Il lui permettra donc de juger de la pertinence des investissements réalisés. Sur la base des indications fournies à ce niveau, ce fonds peut également apporter des modifications à l'échéancier de réalisation des investissements.

Le volet détails sur le CA, au-delà de fournir une appréciation sur l'évolution du CA de la start-up, permettra à l'ASF de déterminer quand la start-up atteindra son seuil de rentabilité.

Le dernier onglet porte sur la masse salariale. Cette dernière, en plus de rentrer dans la base de calcul du seuil de rentabilité, peut permettre à l'ASF de s'assurer que la start-up dispose d'une ressource humaine suffisante pour guider sa politique expansionniste.

Au terme de cette analyse, nous pouvons conclure que l'information financière constitue un déterminant de la prise de décision de l'ASF. Il ressort clairement de cette analyse que trois principales informations prévisionnelles sont utilisées à savoir la VAN, le TRI et le seuil de rentabilité. Ces dernières sont combinées avec une analyse financière lorsque la start-up dispose d'antécédents.

Cette analyse qualitative de contenu est entachée de quelques limites que nous énumérons ci-dessous :

- L'impossibilité de déterminer le taux d'actualisation utilisé par l'ASF;
- L'impossibilité de cerner le critère de décision de l'ASF quant aux informations prévisionnelles qui lui sont présentées;
- Nous ne savons pas non plus à quel stade ce document devra être renseigné par les porteurs de projets.

Les résultats de l'entretien mené devraient apporter des éclaircissements à ces points d'ombre.

3.3. Résultat de l'entretien

L'entretien a été mené le 19 juin 2022 avec monsieur HACHANI Okba, qui a succédé à monsieur HAFTARI Ahmed au poste de DG. Bien qu'il soit fraîchement nommé, ce nouveau DG est bien informé sur les déterminants de la prise de décision de l'ASF du fait de son emploi antérieur en tant que responsable des investissements dans ce fonds.

Le guide d'entretien que nous avons utilisé a été construit suivant les recommandations de (Gavard-Perret et al. 2008) qui préconisent de structurer les questions à poser en trois catégories principales :

- Les questions introductives dont le but est de mettre le répondant en confiance;
- Les questions portant sur la problématique du travail de recherche;
- Les questions confirmatives dont le but est de résumer les idées émises par le répondant.

En raison du refus du répondant d'enregistrer l'entretien, nous nous sommes contentés de prendre des notes que nous avons par la suite complétées.

3.3.1. Réponses aux questions introductives

Nous avons entamé l'entretien en questionnant le DG de l'ASF sur la manière dont il définit une start-up. Au-delà d'introduire le sujet, la réponse à cette question a des implications sur la manière dont le fonds prend ses décisions de financement. L'idée étant que la manière de considérer ce concept devrait influencer grandement les priorités du fonds en matière de start-up à privilégier.

Les principaux mots clés qui ressortent de la définition de notre répondant sont la petite taille de la start-up, la recherche d'un business model innovant, l'implantation sur un marché nouveau et la scalabilité qui renvoie à la nécessité pour la start-up de multiplier son CA dans un laps de temps très court. Le concept de scalabilité est généralement associé à celui de la reproductibilité¹⁵⁶ du business model de la start-up dans de larges contextes.

Cette définition donnée à la start-up par notre répondant correspond donc à l'idée générale que l'on a de ces entreprises. La définition n'a donc pas un caractère atypique qui pourrait modifier les priorités d'investissement du fonds.

La deuxième, la troisième et la quatrième question visent à expliciter certaines caractéristiques des SCR que l'on a abordées dans le second chapitre telles que la stratégie d'accompagnement suivie, le temps consacré aux start-up du portefeuille et le type de CR qui

¹⁵⁶ Le business model de la plateforme "Airbnb" est un exemple typique de la capacité de reproductibilité.

définit le plus le fonds ASF. En matière d'accompagnement, le DG a affirmé qu'en raison du manque d'expérimentation des start-up qui implique l'existence d'un besoin de gestion, l'ASF adopte un suivi rapproché de ces start-up via une direction de suivi des participations qui est à la disposition des start-up durant tous les jours ouvrables. Enfin, selon l'origine de ses fonds, l'ASF a été défini par notre répondant comme étant de type semi-captif dans le sens où en plus d'être rattaché à 6 banques publiques, elle procède de manière indépendante pour lever des fonds. Le répondant a indiqué que cette dernière forme de lever de fonds n'a pas encore été déclenchée, mais elle reste une ambition future du fonds.

Une question a été posée sur la base d'établissement des seuils d'intervention financiers de l'ASF. Le répondant a indiqué que ces seuils ont été déterminés via une évaluation interne qui a estimé le besoin financier moyen des start-up lors du stade de cycle de vie ciblé par le fonds. Le répondant a par ailleurs affirmé que d'autres tours de tables sont envisageables pour les start-up les plus prometteuses, de sorte qu'une start-up peut obtenir un financement global dépassant largement le seuil des 20 millions de dinars.

Dans cette rubrique, une dernière question a été posée sur la voie de désinvestissement privilégiée. Le DG a affirmé qu'en l'absence d'un marché boursier dynamique, l'ASF s'appuiera sur la cession industrielle et le rachat des parts par l'investisseur historique.

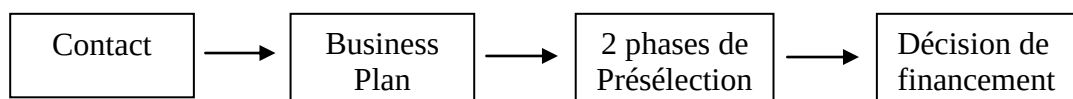
3.3.2. Réponses aux questions touchant à la problématique de la thèse

Dans cette rubrique, 3 questions et 13 sous-questions ont été posées. Compte tenu du caractère complémentaire des questions, les réponses sont présentées ici d'une manière groupée.

La première question visait à confirmer notre hypothèse antérieure sur le cycle de vie de la start-up où s'insère l'investissement de l'ASF. Le répondant a indiqué que deux stades du cycle de vie sont ciblés à savoir l'amorçage pour les porteurs de projets innovants dont le produit n'est pas encore tout à fait fonctionnel et le démarrage pour les start-up qui disposent d'un produit et qui sont même dans certains cas implantées sur un marché.

La figure ci-dessous illustre la réponse à la deuxième question sur les étapes de traitement d'un dossier d'investissement au niveau de l'ASF.

Figure N°14 : Étapes de traitement d'un dossier de demande de financement au niveau de l'ASF.



Source : conclusions de l'entretien.

Le DG a indiqué que le contact avec l'ASF peut se faire de trois manières soit en se présentant au siège du fonds à Alger, soit via e-mail, soit via le site internet du fonds "asf.dz". Les start-up qui désirent solliciter un financement à ce stade sont invitées à formuler une demande manuscrite de financement accompagnée d'un business plan.

La première phase de présélection s'appuie sur des informations non financières. À ce niveau, l'ASF examine si les projets disposent d'homologations, d'une faisabilité sur le plan juridique, ainsi que le degré de saturation du marché ciblé. L'ASF s'intéresse également aux fondateurs de la start-up en s'assurant via une diligence raisonnable :

- Que ces derniers disposent d'une bonne maîtrise des aspects techniques du projet;
- Que les fondateurs ne sont pas responsables d'un échec antérieur d'une entreprise qu'ils ont créé.

Lors de la seconde phase de présélection, les projets font l'objet d'une évaluation qui s'appuie sur des informations financières. Ici l'ASF recourt aux techniques d'examen de la rentabilité d'un projet que l'on a distingué dans la section 3 du chapitre 4 à savoir un examen de la VAN, du TRI et du seuil de rentabilité. Par ailleurs, l'ASF utilise les données prévisionnelles fournies par les start-up pour construire des scénarios (favorables et défavorables) de dénouement des projets. Cette phase débouche sur le calcul de l'espérance de la VAN et de l'écart type de la VAN. Lors de cette seconde étape de présélection, l'ASF s'assure également de la fiabilité des chiffres prévisionnels indiqués par la start-up via une analyse de sensibilité.

Le répondant a affirmé que les conclusions de cette analyse de rentabilité du projet sont interprétées avec beaucoup de précautions en raison de la fiabilité relative des chiffres prévisionnels. La limite de cette analyse a poussé le DG à indiquer qu'il préfère des start-up qui disposent d'antécédents financiers pour qui les conclusions de l'analyse financière sont plus robustes. L'objectif poursuivi via cette seconde phase d'évaluation est l'identification des projets non rentables ou insuffisamment rentables¹⁵⁷ ou les projets dont les chiffres prévisionnels ont été surestimés.

Au terme de ces deux phases de présélection, l'ASF établit une matrice de prise de décision qui se présente comme suit :

¹⁵⁷ À savoir un TRI inférieur à 25%.

Tableau N°30 : Matrice de prise de décision de l'ASF.

Critères	Réglementaire		Technique		Fonctionnel		VAN		TRI		TRI ASF		IP		DR		Total pondéré	
Pondération	4		2		3		5		0		1		3		3			
Projet 1		4		6		12		15		0		5		12		3		57
Projet 2																		
Projet n																		

Source : document interne à l'ASF.

Ce tableau résume les déterminants auxquels s'intéresse l'ASF lors de ces deux premières phases de présélection. 7 déterminants sont pris en compte, à chaque déterminant est associé un indicateur d'importance allant de 1 à 5, ainsi qu'une notation allant de 3 à 15. On constate que le premier déterminant à savoir le TRI calculé par l'ASF après analyse de sensibilité est de nature financière. Ce taux est comparé à celui indiqué par l'entrepreneur afin de s'assurer de la fiabilité des projections de celui-ci. Le second déterminant pris en compte est la maîtrise des aspects techniques, il est noté sur 6 points. En troisième position vient l'aspect fonctionnel du produit ou service, l'IP ainsi que le DR. Les deux premiers sont notés sur 12 points, quant au dernier il est noté sur 3 points. Le respect de l'aspect réglementaire en termes de légalité de l'offre de la start-up et d'homologation est classé à la quatrième position avec une notation sur 4 points. La VAN est le dernier critère pris en compte avec une notation sur 15 points. Chaque projet est donc évalué en fonction d'un barème de 57 points. Ce barème accorde un poids plus important aux aspects financiers (35 points) contre 22 points pour les aspects non financiers.

Le DG a indiqué que les projets les mieux notés à ce niveau sont par la suite présentés au comité d'investissement du fonds qui est constitué par 8 membres à savoir :

- Les six représentants des banques dont l'ASF est affilié;
- Le DG du fonds ASF;
- Le ministre délégué auprès des start-up.

Le répondant a indiqué que ce comité se réunit pour statuer sur la décision finale d'investissement lorsqu'un quota de dossiers de demandes de financement traitées a été atteint. La décision finale de financement s'appuie sur la notation obtenue via la matrice d'évaluation, l'analyse de la rentabilité du projet et l'analyse financière lorsque des chiffres réels sont disponibles ainsi que sur des exigences relatives à la diversification du portefeuille. Pour les start-up qui obtiennent un avis favorable de financement, une négociation des pactes d'actionnaires est entreprise de même qu'un montage juridico-financier dont l'objectif est en

partie de recenser les ressources nécessaires au financement du projet et leur répartition entre les actionnaires.

Selon le répondant, ce processus de demande de financement s'étale sur une période allant de 30 à 45 jours à partir de la réception du dossier complet de demande de financement à savoir :

- Une demande de financement signée et datée;
- Le business plan;
- Le document d'expression des besoins financiers.

De ce qui précède, il apparaît clairement que l'ASF s'appuie sur des informations non financières et financières pour prendre ces décisions d'investissement. Afin de mieux comprendre l'importance accordée à ces déterminants, nous avons posé à notre répondant d'autres questions.

En ce qui concerne le capital humain de l'entrepreneur, le DG a indiqué que celui-ci est important dans le processus de prise de décision de l'ASF. Il affirme qu'une attention particulière est octroyée au parcours de l'entrepreneur en termes d'antécédents entrepreneuriaux, d'expérience professionnelle et de niveau éducatif. Il indique par ailleurs que l'absence d'un niveau éducatif n'est pas préjudiciable, de même qu'un échec entrepreneurial lié à des facteurs externes (contraintes de financement, problèmes bureaucratiques, etc.).

Le même constat a été apporté par le répondant sur l'importance du capital social et financier de l'entrepreneur ainsi que du capital intellectuel notamment la demande de brevet dans le sens où l'absence ne constitue pas un critère discriminant.

Concernant le produit ou le service, notre interlocuteur a indiqué que l'ASF accorde une attention particulière aux produits innovants. L'évaluation de ces derniers s'appuie sur une diligence raisonnable interne et externe. Un exemple de diligence interne a été fourni par le répondant pour les start-up qui conçoivent des plateformes de mise en relation dont le code source est examiné via un logiciel conçu en interne pour déceler tout plagiat avec d'autres plateformes du marché.

Nous avons par ailleurs présenté à l'interrogé une version détaillée de la figure n°12 portant sur la méthodologie d'évaluation financière d'un projet d'investissement afin de déterminer si l'ASF l'utilise. Le DG a confirmé ses propos antérieurs qui témoignent du recours à cette méthodologie.

3.3.3. Réponses aux questions confirmatives

Afin de confirmer les propos antérieurs du répondant, nous lui avons soumis une question qui vise à cerner s'il existe une complémentarité entre les informations non financières et les informations financières dans la prise de décision de l'ASF. L'interrogé a répondu de manière affirmative en indiquant que le fonds s'appuie dans une première phase sur des informations non financières et dans une seconde sur des informations financières. Il a indiqué par ailleurs que **les informations financières ont un poids plus important** dans la prise de décision de l'ASF, de sorte que ces informations peuvent compromettre une décision de financement contrairement aux **informations non financières** qui sont utilisées **à titre appréciatif seulement**. La réponse obtenue à la deuxième question portant sur les informations non financières qui compromettent la prise de décision de financement conforte un peu plus la réponse initiale du répondant dans le sens où les critères de rejet non financiers sont principalement à connotation bancaire tels que l'âge élevé du porteur de projet ou son endettement.

En raison de la complexité du sujet de recherche de cette thèse et dans l'objectif de fournir un éclaircissement sur l'importance des 36 déterminants de la prise de décision issus de la revue de littérature, nous avons joint à cet entretien un questionnaire complémentaire indexé à **l'annexe n° 7**.

3.3.4. Réponses au questionnaire complémentaire

Lors de l'établissement de ce questionnaire, nous nous sommes appuyés sur les conclusions de l'étude quantitative et plus particulièrement sur la phase du tri à plat qui a montré l'insignifiance de certains signaux (obtention d'une subvention, financement par crowdfunding, le montant demandé). Nous avons par ailleurs remplacé la question sur l'importance de la stratégie de nommage éponyme par une question portant sur l'importance du nom donné à la start-up.

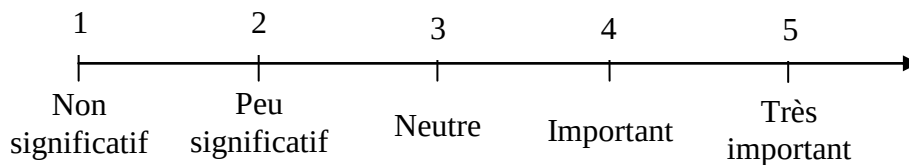
Le questionnaire demandait au répondant d'indiquer l'importance qu'il accorde à 5 catégories de déterminants de la prise de décision à savoir :

- Le capital humain de l'entrepreneur;
- Les informations financières et prévisionnelles;
- Le capital intellectuel de l'entrepreneur qui a été distingué ici du capital humain pour éviter une surcharge visuelle;
- Le capital social;

- Les autres déterminants.

L'importance a été représentée sur une échelle de Likert à 5 points, allant du non significatif (1) à très important (5), comme illustrée par la figure ci-dessous.

Figure N°15 : Présentation de l'échelle de Likert à 5 points qui traduit l'importance des déterminants de la prise de décision de l'ASF.



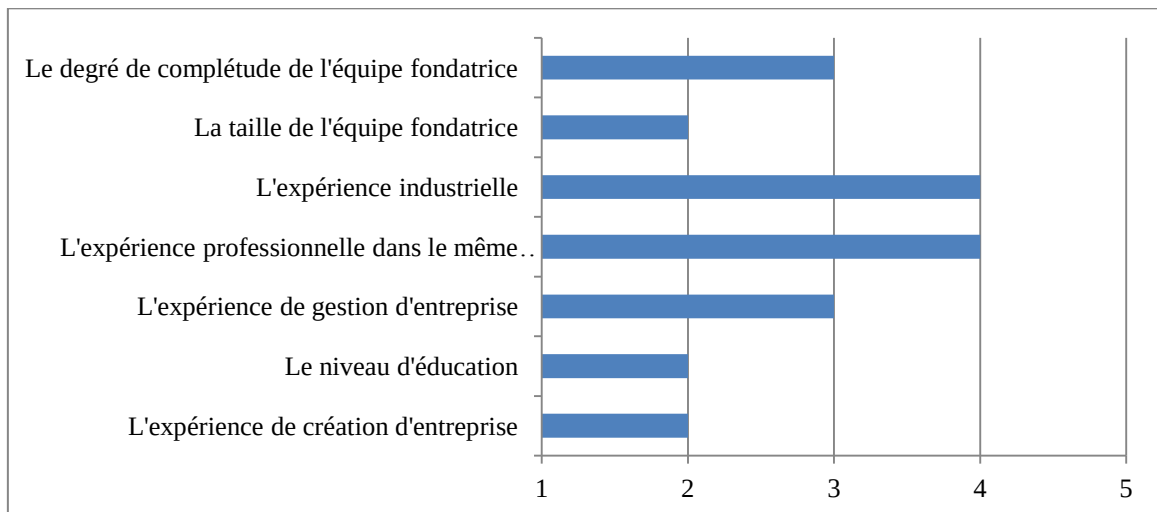
Source : réalisé par nous même.

Nous avons également joint au questionnaire un tableau à remplir dans l'objectif d'examiner l'existence d'une modération de la prise de décision de l'ASF par le genre du porteur de projet.

3.3.4.1. Importance des déterminants se rapportant au capital humain

Le graphique ci-dessous illustre l'importance qu'accorde le DG aux 7 déterminants du capital humain.

Graphique N°45 : Importance du capital humain dans la prise de décision de l'ASF.



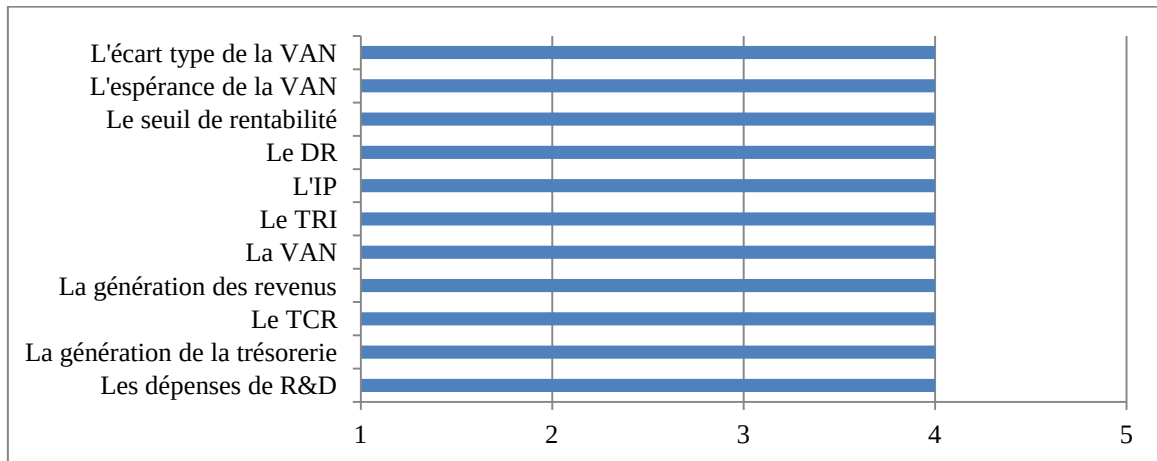
Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

Les réponses du répondant concordent avec les propos qu'il a tenus lors de l'entretien, dans le sens où il ne considère pas comme étant préjudiciable l'absence d'un niveau éducatif et d'une expérience de création d'entreprise. Néanmoins, il considère l'expérience industrielle et l'expérience professionnelle comme étant importantes étant donné leurs fortes associations aux chances de succès de la start-up.

3.3.4.2. Importance des déterminants se rapportant aux informations financières et prévisionnelles

11 déterminants à connotation financière ont été présentés au répondant. Leur importance est résumée par le graphique ci-dessous.

Graphique N°46 : Importance des informations financières et prévisionnelles.



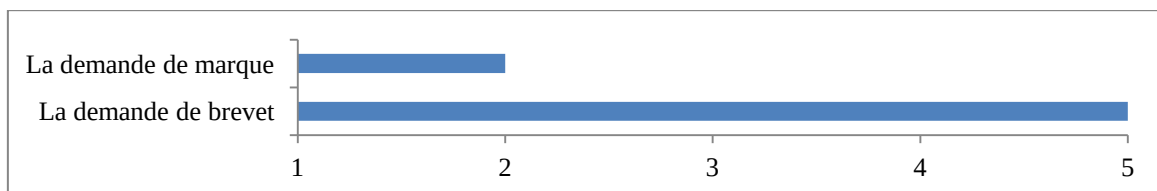
Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

L'intégralité des déterminants financiers sont considérés par le DG comme étant importants à la prise de décision de l'ASF. Ces résultats corroborent fortement les propos tenus par le répondant lors de l'entretien qui soutiennent un poids plus important des informations financières et prévisionnelles.

3.3.4.3. Importance des déterminants se rapportant au capital intellectuel

Le graphique ci-dessous illustre l'importance accordée à la demande de brevet et de marque.

Graphique N°47 : Importance du capital intellectuel.



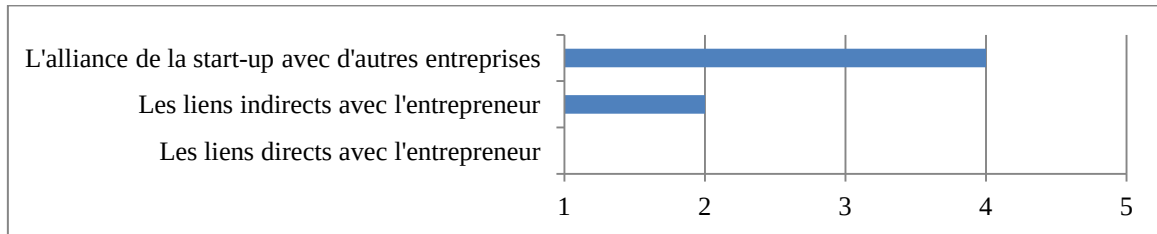
Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

En matière de capital intellectuel, le dépôt d'une demande de brevet est mieux valorisé dans le cadre du processus de prise de décision de l'ASF par rapport au dépôt d'une demande de marque.

3.3.4.4. Importance des déterminants se rapportant au capital social

Le poids des trois déterminants liés au capital social du fondateur de la start-up est présenté dans le graphique ci-dessous.

Graphique N°48 : Importance du capital social.



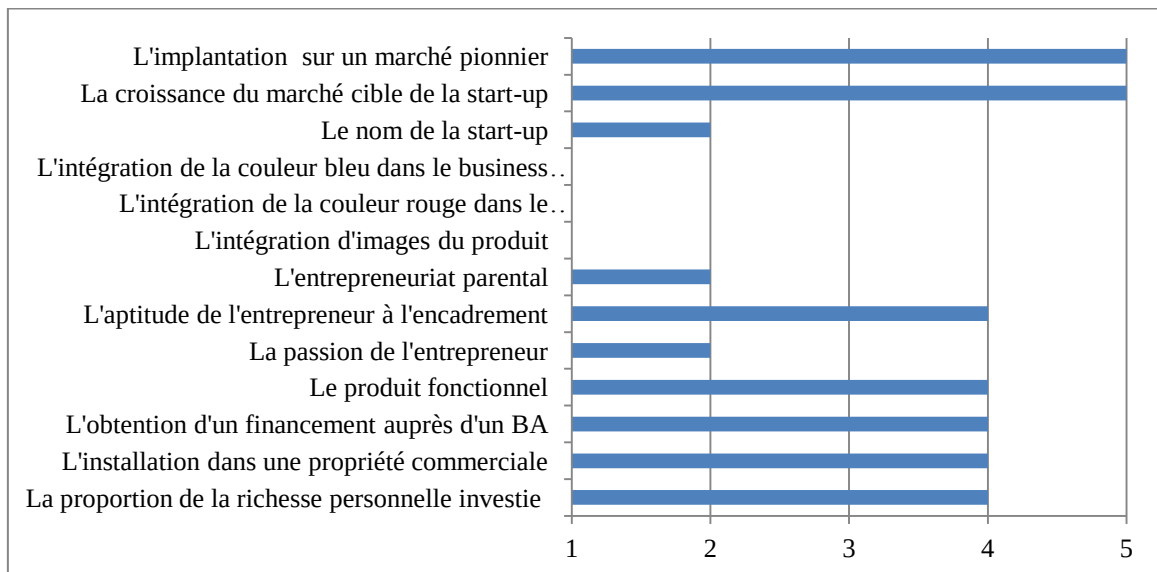
Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

En matière de capital social, la conclusion de l'alliance est importante à la prise de décision de l'ASF sans toutefois être préjudiciable (résultat de l'entretien). Les liens directs et indirects ne sont quant à eux pas valorisés.

3.3.4.5. Importance des autres déterminants

Le graphique ci-dessous illustre les réponses obtenues pour cette dernière catégorie.

Graphique N°49 : Importance des autres déterminants.



Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

Dans cette catégorie, deux déterminants ont un poids très important dans la prise de décision de l'ASF. Cinq déterminants sont considérés comme importants. Les six autres se regroupent autour de la catégorie peu et non significative.

Il y a lieu de noter que les considérations d'importance indiquées dans ce questionnaire complémentaire doivent être interprétées en fonction des conclusions de l'entretien¹⁵⁸.

3.3.4.6. L'influence du genre sur la prise de décision de l'ASF

La dernière partie du questionnaire complémentaire a cherché à savoir si le genre modère la prise de décision de financement de l'ASF. Pour expérimenter l'effet de cette variable, nous sommes appuyés sur la mesure proposée par (Becker-Blease et Sohl 2007) à savoir comparer la proportion des projets financés appartenant aux hommes et aux femmes. Le recours à cette mesure nous permet de considérer la faible demande de financement des femmes dans l'interprétation des résultats obtenus. Dans ce sens, (Becker-Blease et Sohl 2007) suggèrent que la variable projets soumis par les femmes ne permet pas de certifier que les SCR exercent des discriminations entre les sexes et par la même de considérer le fait d'être femme entrepreneur comme un signal négatif.

Le tableau ci-dessous fournit une expérimentation de la mesure utilisée.

Tableau N°31 : Classification des projets financés par l'ASF selon le genre.

Éléments	Nombre de demandes de financement émanant d'hommes (1)	Nombre de demandes de financement émanant de femmes (2)	Nombre de start-up financées appartenant aux hommes (3)	Nombre de start-up financées appartenant aux femmes (4)
	120	30	50	21
Proportion des projets financés appartenant aux hommes (3÷1)	41.66 % (50/120)			
Proportion des projets financés appartenant aux femmes (4÷2)	70 % (21/30)			

Source : questionnaire complémentaire à l'entretien.

À travers ce tableau, on déduit qu'un total de 150 demandes de financements ont été adressées à l'ASF. Parmi ces demandes, 30 sont émises par des équipes fondatrices à dominance féminine et 120 par des équipes fondatrices à dominance masculine.

¹⁵⁸ C'est-à-dire, l'attribution d'un poids plus important aux informations financières comparativement aux informations non financières.

Comparativement aux hommes, les équipes fondatrices à dominance féminine bien qu'elles se caractérisent par un nombre de demandes de financement inférieur ont une proportion de financement presque deux fois supérieure (70% contre 42%). On ne peut donc pas conclure de l'existence d'un effet du genre dans la prise de décision de l'ASF. Ces résultats suggèrent par ailleurs que les projets soumis par les femmes sont de bien meilleure qualité que ceux de leur homologue masculin.

Avant de passer à la phase d'interprétation des résultats et dans un objectif de clarté, nous proposons via le tableau ci-dessous une reclassification des déterminants non financiers que nous avons recensé dans la littérature en fonction des 3 critères non financiers indiqués dans la matrice de prise de décision de l'ASF.

Tableau N°32 : Reclassification des déterminants non financiers.

Désignation	Reclassification
Le capital humain exception faite de l'expérience professionnelle et industrielle	Aspect technique
Le capital intellectuel	Aspect technique
Le capital social	Aspect technique
Le capital financier	Aspect technique
L'installation dans une propriété commerciale	Aspect technique
La passion de l'entrepreneur	Aspect technique
La capacité d'encadrement	Aspect technique
L'entrepreneuriat parental	Aspect technique
Images et couleurs	Aspect technique
Nom de la start-up	Aspect technique
La fonctionnalité du produit ou du service	Aspect fonctionnel
La croissance du marché cible de la start-up	Aspect fonctionnel
L'implantation sur un marché pionnier	Aspect fonctionnel
L'expérience professionnelle et industrielle	Aspect fonctionnel

Source : réalisé par nous même.

3.4. Interprétation et discussion des résultats obtenus

Trois méthodologies ont été utilisées dans cette thèse pour cerner les déterminants de la prise de décision de l'ASF. L'étude quantitative a révélé la significativité statistique de deux

déterminants non financiers (la demande de brevet et l'implantation sur un marché pionnier) et de deux déterminants financiers (les dépenses de R&D et le TCR). Le constat qui ressort de cette première étude est le faible nombre de déterminants qui se sont révélés être significatifs à la prise de décision. Les conclusions de l'entretien fournissent des explications à ce constat dans le sens où les critères non financiers n'ont pas un rôle discriminant dans la prise de décision de l'ASF. D'autres explications aux résultats de l'étude quantitative ont été apportées par la littérature. Ainsi, (L. Zhang, Guo, et Sun 2019) indiquent que les choix d'investissement des SCR publiques ne sont pas une réaction directe aux signaux, de sorte que l'efficacité de la signalisation peut être limitée. De leur côté, (Connelly et al. 2011) suggèrent que les entreprises en démarrage dans des contextes industriels émergents peuvent avoir peu de bons signaux sur lesquels s'appuyer.

Le questionnaire joint à l'entretien a apporté une corroboration aux résultats de l'étude quantitative dans le sens où les 4 déterminants significatifs dans l'étude quantitative ont un degré d'importance réparti entre les niveaux 4 et 5 de l'échelle de Likert. L'intérêt de l'entretien s'est manifesté par sa capacité à souligner le poids supérieur des informations financières et prévisionnelles. L'analyse qualitative de contenu a éclairé sur le recours de l'ASF à une analyse de rentabilité conforme à l'exposé fourni dans la section 3 du 4^{ème} chapitre.

Après avoir levé le voile sur certaines discordances qui pourrait amener le lecteur à considérer que les résultats de ces trois études sont divergents, on peut clairement indiquer que les conclusions des trois études se rejoignent. Pour démontrer cela, nous fournissons dans les points qui suivent une interprétation et une discussion détaillée des résultats obtenus.

3.4.1. Le capital humain

Le premier déterminant du capital humain examiné a été l'expérience de création d'entreprise. Nos résultats montrent clairement l'absence d'effet de ce déterminant sur la prise de décision de l'ASF. Ce résultat concorde avec ceux de (Cassar 2004; Burton, Sørensen, et Beckman 2002). L'entretien a révélé que l'ASF considère l'échec entrepreneurial engendré par l'entrepreneur comme un signal négatif. Une divergence apparaît entre ce résultat et celui de (D. H. Hsu 2007) dont les conclusions ne montrent aucun effet négatif résultant d'une mauvaise expérience.

Le signal de l'éducation s'est également révélé comme étant non significatif à la prise de décision de l'ASF. Ces conclusions sont donc conformes aux études de (Bruton et Rubanik 2002; Cassar 2004; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009; Ismail et Medhat 2019). La raison de la

non-significativité de l'éducation peut être liée au gap qui existe entre les études et l'emploi réel (Stiglitz 2000) ou encore à l'absence d'association entre l'éducation et l'exploitation réussie et la déclaration d'un bénéfice (Davidsson et Honig 2003). De son côté (Bhidé 1999) a expliqué l'insignifiance de l'éducation par la réussite de plusieurs entrepreneurs (Exemple : Steve Jobs, Bill Gates, Michel Dell) qui n'ont pas de diplôme universitaire, mais qui ont tout de même créé des entreprises qui sont devenues des multinationales de nos jours.

L'absence de pertinence de l'expérience de gestion dans notre étude peut être expliquée conformément aux affirmations de (Bliss 1999), qui suggèrent la difficulté d'évaluation des capacités de gestion dans les économies en transition en raison de la brièveté des antécédents des entrepreneurs. Ce signal pourra être mieux apprécié dans le futur grâce notamment à l'annonce de création depuis fin juin 2023 de l'institut algérien de management de l'innovation dont le rôle est d'inculquer à travers des formations de courte durée aux étudiants et aux porteurs de projets les principes liés au management de l'innovation. On supposera ainsi que le suivi de cette formation sera valorisée positivement par l'ASF lors de la sollicitation d'un financement par les start-up à l'avenir.

En matière d'expérience professionnelle antérieure et d'expérience industrielle, une divergence est constatée entre le résultat de l'étude quantitative et celui du questionnaire complémentaire à l'entretien qui révèle un degré d'importance de 4 sur une échelle de 5. Une explication à cette divergence se trouve dans l'entretien qui a révélé le caractère non discriminant des déterminants non financiers. Il s'agit pour nous de la raison qui a conduit à la constatation d'une p.value non significative dans l'étude quantitative.

L'absence d'effet de la taille de l'équipe suggère que l'ASF associe les charges salariales liées à la constitution en équipe à des chances de survie inférieures.

En ce qui concerne le signal de la complétude de l'équipe, nos résultats concordent avec ceux de (Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) qui ne trouvent aucune corrélation entre ce déterminant et le financement par CR. Il ne semble donc pas que des biais aient influencé les résultats de ces chercheurs. L'absence d'effet de la complétude de l'équipe peut paraître surprenante étant donné la dépendance auprès de parties prenantes externes que limite cette variable.

L'étude quantitative et qualitative que nous avons menée convergent vers la significativité de la demande de brevet dans la prise de décision de l'ASF. Ce résultat est conforme aux études de (Hoenen et al. 2014; Zhou et al. 2016; Mueller, Westhead, et Wright 2012). Les deux études que nous avons menées indiquent par ailleurs que la demande de marque n'a pas

d'effet sur la prise de décision de l'ASF. Ce constat diverge avec les conclusions de (Zhou et al. 2016; J. H. Block et al. 2014). L'absence de significativité de la marque peut s'expliquer par le caractère obligatoire qui entoure cette démarche en Algérie (Risac 2020). Une autre explication à l'absence d'effet du signal de la marque dans cette étude a été apportée par (J. H. Block et al. 2014) qui indiquent que le signal de la marque est plus prononcé pour les start-up de la haute technologie en raison de l'incertitude qui caractérise ces marchés.

3.4.2. Le capital social

Contrairement aux études de (Shane et Cable 2002; Shane et Stuart 2002; D. H. Hsu 2007), les liens directs et indirects n'ont eu aucun effet dans les deux types d'études que nous avons menées. Ce résultat peut être lié à une mauvaise compréhension de ces signaux par les répondants de l'étude qualitative et quantitative, en témoigne d'ailleurs la réponse du DG lors de l'entretien lorsqu'il évoque l'accessibilité et la transparence de l'ASF dans le traitement des dossiers de financement. Dans la littérature, (Roma, Vasi, et Kolympiris 2021) ont expliqué l'insignifiance des déterminants du capital social en indiquant que celui-ci est considéré par les SCR comme une ressource qu'elles mettent à disposition des sociétés du portefeuille.

L'atout majeur de ces deux signaux est la facilitation de la prise de décision qu'ils procurent lorsqu'une SCR est devant une situation l'obligeant à traiter un nombre important de demandes de financement, or la faible maturité du marché de CR algérien ne justifie pas le recours à de telles heuristiques. Cette même explication s'applique à l'insignifiance des signaux des images et des couleurs.

En examinant les résultats portant sur l'effet de signal de l'alliance, une divergence apparaît entre les conclusions des deux études que nous avons menées. La même explication fournie pour les signaux de l'expérience professionnelle et industrielle s'applique ici.

3.4.3. Les déterminants financiers et prévisionnels

L'intégralité des déterminants financiers et prévisionnels inclus dans le questionnaire complémentaire à l'entretien ont reçu un degré d'importance de 4 sur une échelle de Likert à 5 niveaux. Ce résultat concorde avec la proposition de (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) qui indique que le rôle de l'information financière dans l'évaluation des SCR est prédominant dans le cadre de marchés de CR jeunes en raison de l'influence de la formation financière et bancaire des investisseurs en CR.

Comme pour d'autres déterminants des divergences apparaissent entre les deux études menées, notamment pour le TRI, la génération de la trésorerie et des revenus. Dans le cas des

informations financières, la divergence devrait être imputable à l'analyse bivariée entreprise pour les données de l'étude quantitative. Autrement dit, les informations financières devraient être examinées dans le cadre d'une approche combinée plutôt qu'individuelle. En témoigne d'ailleurs l'analyse de rentabilité exposée antérieurement.

3.4.4. Les autres déterminants

Le signal de la proportion de la richesse personnelle investie dans la start-up s'est révélé être significatif dans le questionnaire complémentaire et non significatif dans l'étude quantitative. Au-delà de la nécessité de considérer ce résultat conformément aux conclusions de l'entretien, on peut souligner l'obligation d'apports personnels qu'impose l'ASF aux start-up de son portefeuille. L'apport personnel revêt plus un caractère obligatoire que décisionnel.

Le statut important octroyé aux signaux de l'installation dans une propriété commerciale et de l'obtention d'un financement d'un BA par le répondant dans le questionnaire complémentaire doit être interprété conformément aux propos de ce dernier qui soutiennent la suprématie des informations financières dans la prise de décision de l'ASF et le caractère consultatif des informations non financières.

Concernant le produit ou service, l'étude quantitative n'a révélé aucun effet positif sur l'obtention d'un financement. Ce résultat devrait être lié à une mauvaise codification de cette variable. Ce qui semble influencer c'est le caractère innovant, le degré de maîtrise de l'idée et non l'existence d'un produit ou service fonctionnel. Par ailleurs, l'entretien a révélé que la qualité du produit ou service est vérifiée via une diligence raisonnable, ce qui est conforme au constat de (Dittmann, Maug, et Kemper 2004; Silva 2004; Kollmann et Kuckertz 2010).

Comme pour le produit ou service, la divergence entre les résultats des deux méthodologies utilisées pour examiner l'effet de la capacité d'encadrement doit être liée à une mauvaise codification de cette variable. Contrairement à ce que nous avons indiqué précédemment et conformément à la divergence constatée, il n'existerait pas de lien entre la capacité d'encadrement et le degré de croyance dans la start-up.

Faute de moyen de codification, nous n'avons pas pu examiner l'influence de la passion lors de l'étude quantitative, toutefois le questionnaire complémentaire à l'entretien nous a permis de savoir que ce signal est peu significatif à la prise de décision de l'ASF, ce qui concorde avec les résultats de (Chen, Yao, et Kotha 2009; Ciuchta et al. 2018).

Notre étude a révélé l'absence d'effet de l'entrepreneuriat parental sur la prise de décision de l'ASF, il semble donc que ce signal soit interprété par les gérants de l'ASF conformément

aux affirmations de (Davidsson et Honig 2003) qui indiquent que l'entrepreneuriat parental a plus d'effet sur l'acte entrepreneurial que sur la rentabilité.

Les conclusions de l'étude quantitative ont révélé que le plan d'entreprise est un support de la prise de décision et non un déterminant. Autrement dit, c'est son contenu qui importe et non son inclusion. Son insignifiance dans les études de (Prasad, Bruton, et Vozikis 2000; Kirsch, Goldfarb, et Gera 2009) s'explique selon nous par la maturité du marché de CR où ces études ont été menées. Dans ces marchés, la prise de décision de financement s'appuie sur des signaux qui ressortent des pitches de présentation des projets.

Le tri à plat des données de l'étude quantitative a révélé l'absence d'une stratégie de nommage éponyme chez les start-up de l'échantillon. Lors de l'établissement du questionnaire complémentaire, nous avons remplacé ce signal par celui du nom. Les résultats ont indiqué un effet peu significatif. Ainsi le processus de prise de décision de l'ASF ne semble pas être influencé par l'usage de nom de start-up simple et familier.

Les conclusions portant sur l'effet de l'implantation sur un marché pionnier se sont révélées être significatives à la prise de décision de l'ASF dans les deux études menées dans cette thèse. Ce résultat peut s'expliquer par les exigences en matière de retour sur investissement des SCR (Bachher et Guild 1996) et par les affirmations de (Zider 1998) qui indiquent que quelque soit le talent ou le charisme des entrepreneurs, ils reçoivent rarement le soutien d'un fonds de CR si leur entreprise se situe dans des segments de marché à faible croissance.

Enfin, les résultats des deux études menées convergent vers la conclusion selon laquelle le genre ne semble pas modérer la prise de décision de l'ASF. Au contraire, les résultats du questionnaire complémentaire montrent que les femmes, bien qu'elles représentent 20% du total des demandes de financement enregistrées par l'ASF, se distinguent par une proportion de projets financés bien supérieure à celle des hommes. Ainsi, bien que le conseil d'investissement de l'ASF soit principalement à majorité masculine (7 hommes contre 1 femme), il apparaît que les conséquences du phénomène de l'homophilie soulevée par (Bosse et Taylor 2012; Becker-Blease et Sohl 2007) ne semblent pas prévaloir au niveau de l'ASF, puisque les hommes ne se distinguent pas par une part de financement supérieure à celle des femmes.

Avant de conclure cette discussion, il y a lieu **de répondre aux deux hypothèses formulées initialement**. La première hypothèse indique qu'en Algérie, où l'industrie du CR est peu mature, la signalisation ne devrait pas avoir d'effet sur la prise de décision de l'ASF. Cette hypothèse est **acceptée partiellement**, car d'une part, les informations financières ont

toujours un poids plus important dans la prise de décision de l'ASF. D'autre part, l'argument de partialité se justifie par l'usage de plusieurs informations non financières ou signaux **à titre appréciatif**, en témoigne d'ailleurs la matrice de prise de décision de l'ASF dont le volet non financier est noté 22 sur 57. Par ailleurs, il existe des signaux utilisés par l'ASF (l'âge, l'endettement de l'entrepreneur) que nous n'avons pas distingués et qui ne sont pas recensés dans la littérature, mais qui compromettent les chances de financement des start-up.

La seconde hypothèse indique que dans les pays à industrie de CR peu mature comme l'Algérie, l'ASF s'appuiera sur des indicateurs financiers pour prendre ses décisions d'investissement. Les résultats empiriques suggèrent une **acceptation totale** de cette hypothèse. En effet, dans la matrice de prise de décision, les informations financières reçoivent une notation plus importante que les informations non financières (35 points sur 57), de plus l'intégralité des déterminants financiers intégrés dans le questionnaire complémentaire ont reçu un degré d'importance de 4 sur une échelle de 5. L'entretien avec le DG a montré que l'ASF donne un poids plus important aux déterminants financiers dans son processus de prise de décision.

L'appui sur les informations financières peut indiquer une certaine prudence dans la démarche d'investissement de l'ASF. Toutefois, cette attitude n'est pas atypique dans le secteur du CR. L'étude de (Niculaescu, Sangiorgi, et Bell 2023) menée sur des start-up oeuvrant dans l'e-sport a montré que les fonds de CR sont plus susceptibles de financer des start-up plus anciennes se situant en phase de démarrage que des start-up plus jeunes. En effet, bien que l'activité de CR implique une prise de risque, la prudence reste toutefois de mise dans la démarche d'investissement.

Conclusion du chapitre

Depuis les années 80, la littérature sur la prise de décision de financement des SCR a connu une croissance fulgurante aux États-Unis, puis en Europe au milieu des années 90 et en Asie au début des années 2000.

Pour distinguer les déterminants utilisés par les SCR, cette littérature a eu recours à plusieurs méthodes allant de l'entretien au questionnaire à l'utilisation de la modélisation.

Parmi les limites associées à cette littérature figure le faible examen de l'effet modérateur de la maturité du marché de CR sur la prise de décision des SCR. À notre connaissance, il n'y a que les articles de (Manigart et al. 2000) et (Silva 2004) qui ont poursuivi de telles implications. Leurs résultats sont toutefois divergents d'où l'intérêt d'explorer davantage cette voie.

Dans cette thèse, nous nous sommes intéressés à cette question dans le contexte de l'industrie de CR algérienne. Nous avons abordé plus particulièrement le cas de l'ASF dont la création remonte à octobre 2020. L'ASF constitue la première SCI à exercer le métier du CR en Algérie.

Pour cerner l'effet de la maturité du marché de CR sur la prise de décision de l'ASF, nous avons eu recours à une méthode mixte exploitant une étude quantitative et deux études qualitatives. Les résultats obtenus **montrent l'existence d'un effet modérateur de la maturité du marché sur la prise de décision de l'ASF**. Un tel effet modérateur se justifie selon (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) par la concentration de la SCR sur l'information financière pour prendre ses décisions d'investissement, et ce en raison de l'influence de la formation financière et bancaire des investisseurs en CR. Une telle concentration sur l'information financière a été démontrée dans cette thèse par la validation de la seconde hypothèse formulée.

Les conclusions de cette thèse concordent avec celles de (Manigart et al. 2000) obtenues dans le cadre de l'industrie européenne de CR. Elles divergent toutefois de celles obtenues par (Silva 2004) dans le cadre du marché portugais du CR où il constate une similitude dans les déterminants de la prise de décision avec les marchés matures.

Parmi les déterminants qui influencent la prise de décision de l'ASF figurent les dépenses de R&D, le TCR, la génération de la trésorerie et des revenus, les indicateurs de rentabilité du projet (VAN, TRI, IP, DR, le seuil de rentabilité). Des déterminants non financiers ont également été identifiés (la demande de brevet, l'implantation sur un marché pionnier, l'expérience professionnelle et industrielle, les alliances, le produit, la

capacité d'encadrement de l'entrepreneur). L'importance de ces déterminants non financiers doit toutefois être considérée sous la réserve des propos tenus par le DG lors de l'entretien qui indiquent un poids plus important et un rôle discriminant pour les informations financières.

Conclusion générale

« Chaque fois que vous voyez une entreprise qui réussit, dites-vous que c'est parce qu'un jour quelqu'un a pris une décision courageuse »

Peter Drucker

« Dans la vie, rien n'est à craindre, tout est à comprendre »

Marie Curie

« Ce n'est pas parce que les choses sont difficiles que nous n'osons pas, mais parce que nous n'osons pas qu'elles sont difficiles »

Sénèque

À travers cette thèse, l'objectif a été de cerner les déterminants de la prise de décision de l'ASF et plus particulièrement d'examiner l'effet modérateur de la maturité du marché de CR algérien sur la prise de décision de l'ASF. Pour atteindre cet objectif, nous avons adopté un double positionnement théorique s'appuyant à la fois sur les principes de la théorie de l'agence (M. Jensen et Meckling 1976) et ceux de la théorie de signal (M. Spence 1973).

La théorie de l'agence s'intéresse aux problèmes résultant de la délégation. Dans notre thèse, cette délégation concerne l'affection de la gestion d'une partie des fonds d'une SCR (appelée principal ou mandant) à une start-up (appelée agent ou mandataire). Nous avons mobilisé cette théorie pour mettre en évidence le problème de l'adverse sélection (Akerlof 1970) relatif à la phase précontractuelle. Ce problème conduit selon (Amit, Glosten, et Muller 1990) à la sélection du mauvais partenaire. Pour résoudre ce problème, la théorie de l'agence a préconisé le recours à la contractualisation. Toutefois cette démarche est entachée de plusieurs limites inhérentes notamment à l'incomplétude des contrats (Shane et Stuart 2002; Osnabrugge 2000; Duffner 2003) et aux coûts de leur exécution (Ross 1973).

Ces limites de la contractualisation justifient le recours à la perspective de signal qui propose la résolution du problème de l'adverse sélection par la signalisation par la partie la mieux informée (en l'occurrence la start-up). Cette théorie a reçu un attrait particulier dans le domaine du CR où les études ont démontré des effets des signaux qui s'étendent bien au-delà du problème de l'adverse sélection pour toucher la mobilisation des capitaux.

Depuis son avènement durant les années 80, la littérature sur la signalisation dans le domaine du CR s'est principalement propagée dans la limite du territoire des États-Unis. La conséquence étant le faible développement d'études examinant les effets du contexte économique, de l'expérience des SCR ou encore de la maturité du marché de CR sur la prise de décision des SCR.

Dans cette thèse, nous avons examiné un volet de cette littérature qui est née de l'internationalisation de l'activité du CR à savoir la question de l'influence de la maturité du marché de CR sur la prise de décision de l'ASF. Dans leur article fondateur sur cette question, (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) ont suggéré que dans les pays à industrie de CR peu mature comme l'Algérie, la prise de décision des SCR devrait s'appuyer sur des informations financières en raison de l'influence de la formation financière et bancaire des investisseurs en CR. Les arguments de (Sapienza, Manigart, et Vermeir 1996) ont conduit à des résultats mitigés dans le sens où les deux études (Manigart et al. 2000; Silva 2004) ayant poursuivi ces implications ont abouti à des conclusions divergentes, d'où l'intérêt d'avoir continué les investigations dans cette thèse.

D'un point de vue théorique, plusieurs contributions peuvent être soulignées. Ainsi dans le premier chapitre nous avons apporté un positionnement sur plusieurs points de discordance portant notamment sur l'orthographe, la définition, les étapes du cycle de vie et les sources de financement qui interviennent dans le cadre de la start-up. Nous avons également fait un état des lieux sur l'écosystème algérien des start-up où nous avons souligné le faible développement des accélérateurs, la forte concentration des incubateurs dans la capitale, le rôle minoritaire joué par les BA, le conditionnement du développement du crowdfunding à l'établissement d'un cadre réglementaire, le rôle minoritaire du métier du CR dans l'activité des cinq SCI qui exercent en Algérie avant l'avènement de l'ASF. Dans le second chapitre, nous avons essayé de vulgariser le métier du CR en mettant en évidence son émergence et son cadre fonctionnel. Nous avons justifié, par ailleurs, son existence par l'adoption d'une démarche qui s'inspire de la théorie des coûts de transaction. En adoptant un double positionnement théorique, nous avons d'une part répondu à l'appel de (Eisenhardt 1989) qui a invité à utiliser la théorie de l'agence avec des théories complémentaires, nous avons évité d'autre part de tomber dans le constat de (Osnabrugge 2000) qui suggère que les études sur les petites entreprises manquent de cadre théorique. L'adoption d'une double perspective théorique a permis également de contourner le reproche que (Ahlstrom et Bruton 2006) ont émis à destination de la théorie de l'agence selon lequel cette dernière n'encourage pas ou ne s'intéresse pas à l'effet que peuvent avoir les réseaux sur les problèmes d'agence. À travers le 4^{ème} chapitre, nous avons mis en évidence un courant de recherche examinant la prise de décision des SCR en fonction des effets de l'internationalisation de l'activité de CR. Un éclaircissement a également été apporté à ce niveau sur les déterminants financiers susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR. Via le chapitre 5, nous avons essayé d'offrir une vue d'ensemble et une organisation de la littérature sur la signalisation dans le domaine du CR. Au-delà de la contribution à la théorie de signal, la thèse contribue également à la théorie du management par les ressources que l'on appelle en anglais la RBV pour Resource Based View ainsi que celle du capital social (C. Lee, Lee, et Pennings 2001) et humain (Becker 1964).

D'un point de vue empirique, au-delà d'avoir adopté une méthodologie peu commune¹⁵⁹ dans le domaine étudié, la thèse a d'une part offert une expérimentation de la majorité des signaux recensés dans la littérature du CR et a d'autre part ciblé un contexte d'étude inédit et d'émergence récente. Les résultats ont levé le voile sur l'existence d'une modération de la prise

¹⁵⁹ En effet, selon (Charreaux 2008) la recherche en finance d'entreprise est principalement centrée sur la modélisation mathématique et les études économétriques.

de décision de l'ASF par la maturité du marché de CR. Cet effet modérateur s'est traduit par **un appui plus prononcé** de l'ASF sur **les informations financières** (indicateurs de la rentabilité du projet, dépenses de R&D, génération de la trésorerie et des revenus, TCR), au détriment **de signaux** tels que : la demande de brevet, l'implantation sur un marché pionnier, l'expérience professionnelle et industrielle, les alliances, le produit ou service proposé, la capacité d'encadrement **dont le rôle est principalement appréciable** dans le processus de prise de décision de l'ASF.

Les résultats obtenus ont des implications à plusieurs niveaux. D'un point de vue théorique, cette étude s'est éloignée des contextes économiques développés qui se caractérisent par une forte concentration des recherches sur le CR (Scheela et al. 2015) et contribue de la sorte aux recherches menées dans le cadre des économies en développement. Les conclusions auxquelles a abouti l'étude ont confirmé les affirmations de (Bruton et Rubanik 2002) qui suggèrent que les résultats des recherches sur les économies en développement diffèrent des économies matures. Cette thèse a par ailleurs examiné plusieurs signaux dits « *faibles* » tels que les images, les couleurs, la capacité d'encadrement, ce qui lui permet de contribuer donc à ce volet récent de la recherche tel qu'identifié par (Tumasjan, Braun, et Stolz 2021) qui a commencé à théoriser et à tester les conséquences de signaux multiples de force différente. Enfin, si l'on se fie aux propos de (Plummer, Allison, et Connelly 2016) qui indiquent que la majorité des travaux sur la signalisation entrepreneuriale portent sur les premières offres publiques de vente, tandis que les recherches sont moins axées sur les premiers stades du cycle de vie d'une entreprise, on peut déduire que cette thèse contribue à l'enrichissement de ce volet peu exploré de la littérature. D'un point de vue pratique, les résultats obtenus permettent d'expliquer pourquoi certaines start-up reçoivent un financement alors que d'autres ne le reçoivent pas. Ils fournissent également des renseignements à la communauté entrepreneuriale à la fois sur le déroulement des activités et des événements qui constituent le processus décisionnel et les déterminants susceptibles d'influencer la prise de décision de l'ASF. Un tel éclaircissement permettra aux entrepreneurs d'identifier à priori leur probabilité d'obtenir un financement.

Du fait du caractère académique de cette recherche, il y a lieu de soulever les aspects de scientificité de cette thèse. Ce concept qui renvoie vers les principes de validité, reproductibilité et généralisabilité doit être considéré conformément au positionnement épistémologique pragmatiste adopté dans cette thèse qui repose sur l'existence de plusieurs réalités. En effet, nous partageons ici le point de vue de (Al-Saadi 2014) qui considère que l'unique vérité est celle émanant de Dieu. Autrement dit, nous estimons que toute conclusion

non divine peut avoir plusieurs réalités qui sont influencées par l'axe d'analyse (positionnement théorique) et la subjectivité du chercheur. La validité des résultats de cette thèse a été assurée par une triangulation des sources de données utilisées. Le principe de reproductibilité a été garanti par une transparence totale sur les sources de collecte et d'analyse de données. La généralisabilité ici est limitée¹⁶⁰ à une généralisation de nos méthodes de collecte et d'analyse de données à d'autres contextes spécifiques du point de vue des difficultés de réalisation des études universitaires.

Comme tout travail de recherche, cette thèse est entachée de plusieurs limites qu'il y a lieu de soulever. En premier lieu, le positionnement théorique adopté (signalisation par la partie informée) a empêché d'examiner l'effet de certains déterminants propres aux SCR, tels que le domaine de spécialisation des SCR, l'influence des orientations gouvernementales en termes de secteurs à privilégier, les stratégies de portefeuille, l'influence des mœurs religieuses et sociétales. La thèse n'a pas également pris en compte des caractéristiques des investisseurs telles que les secteurs de spécialisation, la réputation, le niveau d'éducation qui sont susceptibles d'affecter les préférences des investisseurs externes et leur interprétation des signaux. L'intégration de ces caractéristiques en tant que variables de contrôle constitue une piste d'étude future. L'étude n'a pas examiné la valeur dynamique des signaux ou autrement dit, la baisse ou l'augmentation de leur efficacité dans les cycles de financement ultérieurs. De telles implications ont notamment été abordées dans les études de (Zheng, Liu, et George 2010; Islam, Fremeth, et Marcus 2018; Ko et McKelvie 2018). La thèse a également adopté une position statique en s'intéressant uniquement au financement de la phase de démarrage et a ignoré de la sorte le processus de continuité dans l'acquisition des ressources par la start-up. Par l'adoption de la perspective du cycle de vie, nous avons supposé que le développement de la start-up est prévisible et que les entrepreneurs peuvent planifier les activités de gestion et de mobilisation des fonds (Tsai et Lan 2016). Dans l'examen des déterminants de la prise de décision de l'ASF, nous avons négligé les différences cognitives dans la manière dont l'ASF prend ses décisions et plus particulièrement l'effet de l'excès de confiance sur le processus de prise de décision de cette SCR (A. Zacharakis et Shepherd 2001). Nous avons également négligé l'effet de l'expérience (Shepherd, Zacharakis, et Baron 2003), de l'existence d'heuristiques dans la prise de décision des SCR. L'étude ne tient également pas compte de l'intuition des SCR et de l'utilisation de facteurs subjectifs dans l'évaluation (Dittmann, Maug, et Kemper 2004). Dans l'établissement du questionnaire de l'étude quantitative, nous avons

¹⁶⁰ Autrement dit, dans le courant pragmatiste, la généralisation ne tend pas encore à s'élargir vers une généralisation des résultats de la recherche. Elle reste limitée aux méthodes utilisées.

recours de manière excessive à la codification binaire¹⁶¹, qui est considérée par (Plummer, Allison, et Connelly 2016) comme une mesure grossière. Par ailleurs, par le recours à la méthode de l'entretien, nous avons été confrontés à ce que (A. L. Zacharakis et Meyer 1998) ont appelé l'introspection limitée de la SCR. Toutefois, si l'on tient compte des conclusions ultérieures de (Shepherd, Zacharakis, et Baron 2003) qui indiquent que les gérants des SCR qui disposent de moins de 13 ans d'expérience sont moins susceptibles de développer un processus cognitif d'automatisation de la prise de décision, on peut considérer que le problème d'introspection est peu susceptible de prévaloir dans notre cas d'étude. À ces limites, nous ajouterons une limite citée par (Cooper, Gimeno-Gascon, et Woo 1994) qui porte sur l'expérimentation empirique des variables considérées qui tient compte de l'effet des signaux en tant que tels sans toutefois s'intéresser aux compétences et comportements spécifiques induits par ces signaux et leurs conséquences éventuelles sur la prise de décision. Un compromis a été fait en faveur de la visibilité et de la facilité d'expérimentation de ces signaux. Enfin, comme indiqué dans le volet méthodologie envisagée, cette étude a été confrontée à des restrictions dans l'accès aux données qui ont sans aucun doute limité la recherche en général.

Les résultats obtenus et les limites soulevées ainsi que les articles scientifiques examinés suggèrent plusieurs perspectives de recherche qu'il y a lieu d'indiquer. Dans cette thèse, l'opportunisme a été abordé comme émanant d'une seule partie (la start-up). L'étude de (E. Christensen, Wuebker, et Wustenhagen 2009) indique toutefois que les SCR peuvent également faire l'objet d'opportunisme dans le cadre de cette relation. (J. M. Fried et Ganor 2006) ont apporté des preuves mathématiques sur la possibilité de survenance d'un tel opportunisme. De son côté, (Ueda 2004) a indiqué que la divulgation du projet à la SCR peut entraîner un risque d'expropriation pour l'entrepreneur. Ces preuves appellent à la nécessité pour les recherches futures de procéder à la redéfinition de la relation entre ces parties afin de faire progresser notre compréhension de ce phénomène complexe et nuancé qu'est l'asymétrie d'information. Par ailleurs, compte tenu des limites de l'application de la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up (Boumendil 2022), les recherches futures pourront s'inspirer des recommandations formulées par (Arthurs et Busenitz 2003) pour construire une nouvelle théorie plus adaptée au cadre susmentionné. Les chercheurs pourraient s'appuyer sur un nouveau modèle théorique pour expliquer les déterminants du financement des start-up par les SCR. Un exemple de ce modèle est la théorie des options (Black et Scholes 1973). Les

¹⁶¹ À la codification binaire excessive, s'ajoute une certaine subjectivité dans la catégorisation des effets des variables de l'éducation, de la capacité d'encadrement et de la croissance du marché cible notamment.

recherches futures pourraient évaluer les effets des signaux dans une perspective de continuité d'exploitation afin d'une part d'examiner l'existence ou non d'une linéarité dans les effets des signaux et d'autre part de déceler d'éventuelles ressemblances entre les modèles de prise de décision des SCR des marchés peu matures et ceux des marchés matures. Dans cette même voie, il serait intéressant d'examiner les différences entre les marchés de CR matures et émergents du point de vue de la demande (différence entre les profils des entrepreneurs) et non uniquement du point de vue de l'offre (différence entre les SCR). Nous encourageons les chercheurs à étudier l'interaction entre plusieurs signaux pour éviter de fournir une image simplifiée de la prise de décision des SCR (Patzelt 2010). Des études (Roma, Vasi, et Kolympiris 2021; Tumasjan, Braun, et Stolz 2021) suggèrent que l'interaction entre les signaux peut à la fois générer un signal supérieur, mais peut même renforcer l'efficacité des signaux à priori inférieurs. Cette étude sur un seul cas, ne peut révéler s'il existe une homogénéité dans la prise de décision des SCR. Les études futures pourront profiter de la maturité du secteur du CR algérien¹⁶² pour vérifier si les SCR suivent une perspective multicritère (Monika et Sharma 2015) ou si elles se réunissent autour de critères communs de prise de décision (Shepherd 1999). Le volet de la recherche sur l'influence des informations financières sur la prise de décision des SCR est relativement peu développé par rapport à celui de la signalisation. Ce constat peut être lié à la concentration des études sur les marchés de CR développés où les signaux constituent les principaux déterminants du financement des SCR (Manigart et al. 2000). Les études futures devront porter plus d'intérêt à la pertinence de ces informations financières que ce soit au sein ou en dehors des marchés de CR développés. L'étude des signaux de la passion et de la capacité d'encadrement devra être mieux appréciée dans le futur grâce au lancement de l'émission télévisuelle *Ibtikar*¹⁶³ inspirée de l'émission américaine *Shark Tank*. L'émission *Ibtikar* devrait offrir l'opportunité aux entrepreneurs de présenter leur projet à des investisseurs et aux chercheurs la possibilité d'expérimenter un cadre méthodologique semblable à celui de (Ciuchta et al. 2018). L'examen de l'influence des effets économiques des projets portés par les start-up sur la prise de décision de l'ASF et des SCR en général est une autre piste d'étude intéressante. Notre entretien avec le DG de l'ASF a révélé que cette démarche figure parmi les perspectives d'améliorations du processus de prise

¹⁶² Depuis peu le paysage algérien du financement par CR a vu l'apparition d'un nouvel acteur à savoir l'Algeria Innovation Funds. Cette SCR est issue de la coopération entre Algeria Venture et le fonds d'investissement international "Small entreprise Assistance Funds" qui a débloqué une enveloppe d'investissement de 80 millions de dollars au profit des start-up algériennes. **Source** : <https://www.aps.dz/economie/150788-startups-convention-algeria-venture-seaf-pour-la-creation-du-fonds-algerien-pour-l-innovation> (consulté le 27/01/2023).

¹⁶³ <https://www.algerie360.com/ibtikar-nouvelle-emission-televisee-qui-sera-consacree-a-l-innovation/> (consulté le 06/07/2022).

de décision identifiées par le fonds. Étant donné que le genre peut influencer l'interprétation des signaux (Malmström et al. 2020), une piste d'étude future que nous reprenons de chez (Eddleston et al. 2016) consisterait à s'appuyer sur la théorie de la congruence des rôles pour analyser la variabilité de l'effet des signaux selon les sexes. L'étude de (N. M. Carter, Williams, et Reynolds 1997) suggère que les déterminants du capital humain et financier sont importants pour les entreprises créées par les hommes, cependant pour les femmes, c'est leurs choix stratégiques (concurrencer des entreprises établies, cibler un marché étroit) qui pourraient influencer leur survie. Cela nous inspire donc une proposition d'étude future : les chercheurs pourraient vérifier si les SCR sont influencées par la dimension stratégique dans l'octroi des fonds à des entreprises féminines. L'examen de la littérature nous a permis de constater que les chercheurs relatent la difficulté des SCR à trouver des méthodes d'évaluation adéquates pour les start-up en raison notamment du caractère spécifique de ces dernières. Les recherches futures pourront comme l'ont suggéré (Miloud, Aspelund, et Cabrol 2012) vérifier si les SCR qui s'appuient sur des variables stratégiques d'évaluation (signaux), sont plus performantes que celles qui s'appuient sur des méthodes d'évaluation financière traditionnelles (méthode des flux de trésorerie actualisés, l'approche patrimoniale...). L'étude de (Montchaud 2014) a révélé que les marchés marocain et sud-africain du CR attirent beaucoup d'investisseurs étrangers qui ont permis de dynamiser le marché du CR de ces deux pays. Une suggestion de recherche future peut être indiquée ici : pourquoi l'environnement de CR algérien n'arrive-t-il pas à attirer des investisseurs en CR étrangers ? Dans la continuité de cette question, il serait intéressant d'examiner les fondements de la décision d'investissement des investisseurs institutionnels. Des recherches plus approfondies sur les biais et les heuristiques qui sont susceptibles de prévaloir dans la prise de décision des SCR peuvent être bénéfiques. L'examen des activités post-investissement qui constituent le caractère actif du métier de la SCR est également important du point de vue de la recherche pour mieux comprendre le cycle complet du CR. Enfin, Sur le plan méthodologique, nous invitons les spécialistes conformément au constat de (Creswell et Creswell 2010, 4) à développer le corpus théorique relatif à la question de la validité des recherches mixtes.

Nous ne pouvons pas clôturer cette thèse sans formuler des recommandations. Ainsi des efforts doivent être fournis pour permettre aux start-up algériennes de trouver des terrains de test de la faisabilité de leur produit. Un gérant de l'incubateur tech 2 hub a affirmé lors de l'algerian disrupt 2022 qu'une start-up qu'il a incubée s'est vue refuser de tester son innovation portant sur la gestion des fils d'attentes dans plusieurs mairies de la capitale. La phase de prototypage n'est pas la seule qui pose problème dans l'écosystème algérien, puisque les

contraintes des start-up s'étalent jusqu'à la phase de commercialisation où ces dernières sont confrontées à beaucoup de difficultés pour trouver des débouchés à leurs produits. Dans ce sens, une réforme de la réglementation liée aux marchés publics est plus que nécessaire pour faciliter l'accès aux start-up. Un pas dans ce sens a été engagé par le gouvernement dans le but de dynamiser les relations entre les start-up et les entreprises de l'économie traditionnelle en annonçant lors de l'événement Algeria Disrupt 2022, la création d'un programme d'innovation ouverte par lequel les start-up pourront proposer des solutions aux contraintes que leur soumettent les entreprises classiques¹⁶⁴¹⁶⁵. Par ailleurs, dans le but de rapprocher le simple citoyen des hautes autorités du pays, le gouvernement a fait confiance aux start-up pour confectionner une plateforme de doléance en ligne. En matière de structure d'accompagnement (incubateurs, accélérateurs), il est nécessaire d'œuvrer pour augmenter leur nombre et élargir leur base au-delà de la capitale. Face au pouvoir d'intervention financier limité de l'ASF, il est primordial pour le gouvernement de réfléchir sur d'autres voies de financement des start-up. Parmi les possibilités qui s'offrent il y a : l'instauration d'un cadre réglementaire et fiscal pour le crowdfunding et les BA, la réforme de la réglementation pour permettre aux start-up d'ouvrir leur capital à des investisseurs étrangers soit via fusion acquisition ou via des PC étrangères, ou bien par la facilitation de l'investissement direct étranger. En 1997, (Lachmann 1999) indiquait déjà que 20% des résultats du CI venaient de cette catégorie d'investisseurs. L'appel public à l'épargne pour la constitution sous forme de SPA représente par ailleurs une autre voie de financement prometteuse si l'on tient compte de l'expérience récente de la start-up « Grodesto » qui a réussi à lever via cette voie 200 millions de dinars durant la période allant du 5 mai au 28 août dernier¹⁶⁶. La création d'une économie portée par les start-up ne peut se faire sans apporter des simplifications aux procédures de création d'entreprises. Dans son rapport sur l'Algérie datant de 2020, Doing Business¹⁶⁷ a révélé qu'il ne faut pas moins de 12 procédures et 18 jours pour créer une entreprise en Algérie, 5 procédures et 84 jours pour un raccordement au réseau électrique. Dans le même sens, il est intéressant de réfléchir à ouvrir l'activité entrepreneuriale à d'autres catégories

¹⁶⁴<https://www.aps.dz/economie/136577-algeria-disrupt-2022-de-nouvelles-mesures-incitatives-pour-renforcer-les-acquis-des-startups> (consulté le 08/03/2022).

¹⁶⁵Pour encourager les démarches dans ce sens, le gouvernement à travers la LF pour 2023 a permis la déductibilité du revenu imposable des dépenses engagées par les entreprises classiques dans le cadre des programmes d'innovation ouverte réalisés avec les start-up labellisées. Cette déductibilité est toutefois limitée à hauteur de 30% du montant de ce revenu, dans la limite d'un plafond de deux cents millions de dinars.

¹⁶⁶ https://www.algerie-eco.com/2022/09/15/la-startup-grodesto-leve-200-millions-da-pour-la-creation-dune-spa/?fbclid=IwAR2VjSz44SZaJgPtpi1r8RVhgLpZN3z__NcmKqQAtmoG36IlwoXJMNxaUvk (consulté le 15/09/2022).

¹⁶⁷ <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/a/algeria/DZA.pdf> p.4 (consulté le 28/04/2022).

sociales telles que les fonctionnaires. À ce niveau un pas a été engagé au profit des salariés via la loi n°22-16 du 20 juillet 2022 qui leur octroie le droit de recourir une fois dans leur carrière à un congé professionnel d'un an pour vaquer à la création d'une entreprise. En matière d'activités entrepreneuriales, nous suggérons aux futurs startuppeurs d'investir des créneaux innovants et d'éviter les secteurs de l'e-commerce et de la mise en relation qui sont déjà saturés et dont la VA ne se traduit que dans le rallongement du cycle de commercialisation. Cette recommandation ne se concrétisera que si le ministère des start-up renforce les exigences liées à la procédure de labellisation. Dans la continuité de ces propos, nous recommandant aux fondateurs de start-up de ne solliciter le financement externe que lorsque celui-ci est indispensable au développement de la start-up, est-ce en raison des risques qu'il est susceptible d'engendrer à la fois sur le contrôle et la pérennité de cette dernière. Autrement dit, le financement externe doit s'inscrire dans une démarche étudiée et réfléchie et ne doit pas être le résultat d'un mimétisme entre les membres d'une communauté. En raison de la faible maturité du CR en Algérie, nous suggérons aux gérants de l'ASF de sensibiliser le public sur les principes de fonctionnement du CR et ce afin d'éviter des mésententes avec les futurs partenaires. Dans le même sillage, il serait intéressant pour l'ASF de concevoir une stratégie d'investissement par la désignation de secteurs d'investissement prioritaires. Sur un autre axe, nous encourageons vivement les représentants de l'ASF à argumenter les décisions de refus de financement¹⁶⁸. Il s'avère également primordial de libérer les gérants algériens du spectre de la pénalisation de l'acte de gestion. Enfin, nous recommandons à l'ASF et au ministère des start-up d'accorder plus d'intérêt aux demandes de collecte de données et aux recherches émanant de l'université¹⁶⁹. Un refus de contribution à ce niveau ne converge pas avec les objectifs d'édification d'une économie basée sur la connaissance. Ainsi, le ministère des start-up doit tout particulièrement œuvrer à encourager la création de start-up universitaires via la signature de convention de partenariat avec des incubateurs. Un pas dans ce sens a été engagé par l'ASF qui a signé une charte de partenariat avec l'incubateur de l'université de M'sila et par la promulgation de l'arrêté interministériel n°12-75 portant projet

¹⁶⁸Voir l'annexe 8 qui met en évidence une réponse type à une demande de financement ayant reçu une réponse défavorable.

¹⁶⁹ À ce niveau, nous déplorons la politique d'opacité poursuivie par le ministère des start-up en ce qui concerne l'identité des start-up labellisées. En effet, une politique inverse serait bénéfique pour au moins deux raisons : d'une part, une information accessible sur l'identité des start-up labellisées minimiserait l'observation au niveau du ministère de demandes de labellisation similaires. Autrement dit, cela permettra à tout entrepreneur d'évaluer le degré d'originalité de son idée avant même de demander un label. D'autre part, une telle politique encouragera la communauté universitaire à mener des études sur ce type d'entreprise.

« *un diplôme une start-up* » qui vise à faire des futurs diplômés de l'université des créateurs d'emploi au lieu d'être des demandeurs¹⁷⁰.

¹⁷⁰ <https://www.elmoudjahid.dz/fr/nation/start-up-creation-d-un-nouveau-diplome-189438> (consulté le 23/12/2022)

Références Bibliographiques

1. Références bibliographiques en français

1.1. Ouvrages et chapitres de livres

1. Acemoglu, Daron, James A. Robinson, Philippe Aghion, et Patrick Hersant. 2015. *Prospérité, puissance et pauvreté: Pourquoi certains pays réussissent mieux que d'autres*. 1er édition. Markus Haller éditions.
2. Battini, Pierre. 1998. *Capital risque : mode d'emploi*. Paris: Editions d'Organisation.
3. Bertonèche, Marc, et Lister Vickery. 1987. *Le Capital Risque*. Que sais je ? Paris; Presses universitaires de France: Presses Universitaires de France - PUF.
4. Bessis Joël. 1988. *Capital-risque et financement des entreprises / Joël Bessis*. Gestion Série Politique générale, finance et marketing. Paris: Economica.
5. Boutillier, Sophie, et Dimitri Uzunidis. 2015. « VI. Zoltan J. Acs et David B. Audretsch – Des « débordements de connaissances » à l'entrepreneur, le renouveau permanent du capitalisme ». In *Les Grands Auteurs en Entrepreneuriat et PME*, 494. Grands auteurs. Caen (France): EMS Editions.
6. Boyer, Robert. 1986. *La Théorie de la régulation: une analyse critique*. La Découverte. Paris: SAGE Publications Ltd.
7. Bridier, Manuel, et Serge Michailof. 1995. Guide pratique d'analyse de projets : évaluation et choix des projets d'investissements (5e éd.) / Manuel Bridier, Serge Michailof ; préf. d'André Bussery. Economica.
8. Cohen, Daniel. 2006. *Trois leçons sur la société post-industrielle*. Paris: Le Seuil.
9. Dahak, Abdennour, et Rabah Kara. 2015. *Le mémoire de master : du choix du sujet à la soutenance*. Editions EL-AMEL.
10. Debourse, Jean-Pierre, et Roger P Declerck. 2012. *Principes d'analyse financière de projets d'investissement*. L'harmattan.
11. Dubocage, Emmanuelle, et Dorothée Rivaud-Danset. 2006. *Le capital-risque*.
12. Gavard-Perret, Marie-Laure, David Gotteland, Christophe Haon, et Alain Jolibert. 2008. *Méthodologie de la recherche: réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*. Paris: Pearson éducation.
13. Guilhon, Bernard, et Sandra Montchaud. 2008. *Le capital-risque: Mécanisme de financement pour l'innovation*. Paris: Hermes Science Publications.
14. Lachmann, Jean. 1999. *Capital-risque et capital-investissement*. Paris: Economica.
15. Meye, Frank Olivier. 2007. *Evaluation de la rentabilité des projets d'investissement - Franck... - Librairie Eyrolles*. L'Harmattan.

16. Mougenot, Gilles, et Christian Poncelet. 2007. *Tout savoir sur le Capital Investissement: Capital risque, capital développement, LBO*. 4e édition. Paris: Gualino Editeur.
17. Ricordeau, Vincent. 2013. *Crowdfunding - Le financement participatif bouscule l'économie !* FYP Editions. Limoges (France). <https://www.lgdj.fr/crowdfunding-le-financement-participatif-bouscule-l-economie-9782916571898.html>.
18. Schmitt, Christophe, et Olivier Torrès. 2015. « XVII. Pierre-André Julien – De la spécificité des PME à la complexité de l'entrepreneuriat ». In *Les Grands Auteurs en Entrepreneuriat et PME*, 494. Grands auteurs. EMS Editions.

1.2. Articles de revues

19. Abdallah El Hirtsi, Hamid, Chabane Feredj, et Ali Toubine. 2019. « Les Exigences de Création d'un Système de Financement Solidaire : Cas du Crowdfunding en Algérie 2010-2018 ». 78 □ 360 : (3) 9 *مجلة الإستراتيجية والتنمية*.
20. AUBERT, Cecile. 2016. « La théorie du contrat expliquée en un simple exemple ». [Paris], [Presse-Union]. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-02794920>.
21. Bekaddour, Aicha. 2021. « Start-up et écosystème d'accompagnement en Algérie ». 47-532 : (3) 7 *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية*.
22. Bekaddour, Aicha, et Abderrezzak Benhabib. 2021. « Le rôle du capital humains et des motivations personnelles de l'entrepreneur dans la croissance de la start-up : cas d'entrepreneurs algériens ». *les cahiers du mecas* 17 (1): 145-60.
23. Boumendil, Maçyl. 2022. « Controverses autour de l'application de la théorie de l'agence au cadre société de capital risque (SCR) - start-up. » *مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة* 5 (2): 100-89.
24. Bourouba, Katia. 2018. « Le crowdfunding Une solutions alternative de financement pour les start-ups et pme en Algerie ». 51-339 : (1) 18 *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*.
25. Boutillier, Sophie. 2011. « La persistance des petites entreprises. Essai d'analyse a partir des théories de la firme et de l'entrepreneur ». *Innovations* n°35 (2): 9-28.
26. Certhoux, Gilles, et Jean Rédis. 2016. « Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ? » *Entreprendre & Innover* 28 (1): 95.
27. Charreaux, Gérard. 2008. « La recherche en finance d'entreprise : quel positionnement méthodologique ? » *Finance Contrôle Stratégie* 11 (hors série): 54.

28. CHERIF, Mondher. 1999. « Asymétrie d'information et financement des pme innovantes par le capital-risque ». *Revue d'économie financière*, n° 54: 163-78.
29. Cherif, Mondher. 2008. *Le capital-risque*. Paris: Revue Banque.
30. Cherkaoui, Pr Adil. 2017. « Eléments de Réflexion sur les Positionnements Epistémologiques et Méthodologiques en Sciences de Gestion ». *Revue Interdisciplinaire* 1 (2): 20.
31. Derras, Omar. 1997. « Place du secteur privé industriel national dans l'économie algérienne ». *Insaniyat / إنسانيات. Revue algérienne d'anthropologie et de sciences sociales* 1 (1): 156-74.
32. Djekidel, Yahia, Mohmmmed Doua, et Rais Merrad. 2021. « La startup en Algérie : Caractéristiques et Obligations ». 27-417 : (1) 5 *مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة*
33. Dubocage, Emmanuelle. 2006. « L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme ». *Vie sciences de l'entreprise* N° 173 (4): 9-18.
34. ———. 2016. « 6. L'entrepreneur face à son investisseur : le cas du capital-risque ». *Regards croisés sur l'économie* 19 (2): 87. <https://doi.org/10.3917/rce.019.0087>.
35. Gaujard, Chrystelle. 2004. « Modèles et Individus de l'organisation (Patterns and Individuals of Organization) ». 71. *Working Papers*. Working Papers. Laboratoire de Recherche sur l'Industrie et l'Innovation. ULCO / Research Unit on Industry and Innovation. <https://ideas.repec.org/p/rri/riidoc/71.html>.
36. ———. 2006. « Comment comprendre la nouvelle structure d'entreprise l'impact des technologies de l'information sur les principes organisationnels ». *Laboratoire de Recherche sur l'Industrie et l'Innovation. ULCO / Research Unit on Industry and Innovation, Working Papers*, n° 135 (janvier): 21.
37. ———. 2008a. « Vers un nouvel idéaltype organisationnel : une application de la méthode webérienne aux start-up actuelles ». *Innovations* n° 27 (1): 163-82.
38. ———. 2008b. « L'idéal type de la start-up : une synthèse de l'organisation du travail et de l'emploi d'un contexte de ruptures (start-up's idealtype: a synthesis on the organization of work in a changing context) », n° 178 (mai): 20.
39. Guilhon, Bernard, et Sandra Montchaud. 2012. « Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes : problématique et enjeux ». *Revue internationale P.M.E.* 16 (3-4): 53-73.

40. Hege, Ulrich. 2001. « L'évaluation et le financement des start-up Internet ». *Revue économique* Vol. 52 (7): 291-312.
41. Himrane, Mohammed, et Mohammed Salhi. 2019. « Le Financement des PME par des Sociétés de Capital de Risque en Algérie ». *Revue des Economies financières bancaires et de management* 8 (1): 252-74.
42. Ibekwe-Sanjuan, Fidelia, et Michel Durampart. 2018. « Le pluralisme épistémologique et méthodologique en recherche scientifique ». *Les cahiers du numérique*, n° 4: 20.
43. Mariage, Gautier, et Benjamin Le Pendeven. 2015. « Non-banking : une alternative au financement bancaire pour les entrepreneurs ». *Entreprendre & Innover* n° 25 (2): 8.
44. Marty, Olivier. 2002. « LA VIE DE START-UP (S') Investir dans les entreprises innovantes ». *Gérer et Comprendre. Annales des Mines - Annales des mines. Gérer et comprendre - Gérer & comprendre*, n° 67 (mars): 12.
45. Mohamed, Dr Abadi, et Mairif Asma. 2016. « Le capital Investissement: Une Voie de Financement Alternatif ». *مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة* 1 (1): 7.
46. Onnée, Stéphane, et Sophie Renault. 2014. « Crowdfunding : vers une compréhension du rôle joué par la foule ». *Management Avenir* N° 74 (8): 117- 33.
47. Sadoud, Ahmed. 2017. « L'espace Entrepreneurial National en Algérie: Permanences Structurelles et Potentiel de Transformation ». *مجلة الباحث* 17 (17): 45-133.
48. Tekfi, Saliha. 2018. « CARACTÉRISTIQUES ET FONCTIONNEMENT DU CROWDFUNDING AU MAGHREB ». *Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing* 10 (2): 189- 206.

1.3. Thèses et mémoires

49. Cornelis, Astrid. 2018. « Analyse des différentes méthodes de financement des startups et de la relation entre investisseurs et entrepreneurs : étude de cas ». Belgique: Université catholique de Louvain. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15219>.
50. Kara, Rabah. 2017. « Analyse du developpement financier de l'Algerie (1962-2015) : Approche institutionnelle historique ». Thesis, Tizi Ouzou (Algérie): Université Mouloud Mammeri. <https://dl.ummo.dz/handle/ummo/1517>.
51. Maso Mankunku, Luxa, et Tinashe Muroi. 2019. « Crowdfunding, nouvelle alternative de financement des PME, avantages et perspectives : Cas du Maghreb (Maroc, Tunisie, Algérie) ». Mémoire, Université Mouloud Mammeri. <https://dl.ummo.dz/handle/ummo/10877>.

52. Mira, Rachid. 2015. « Économie politique de l'industrialisation en Algérie: analyse institutionnelle en longue période ». Paris: Université Paris 13.
53. Smadi, Amina. 2018. « Analyse de la contribution de l'entrepreneuriat féminin formel/informel au développement territorial dans la wilaya de Tizi-Ouzou : entre résilience et vulnérabilité. Illustration par des activités traditionnelles ». Tizi Ouzou (Algérie): Mouloud MAMMERI. <https://www.ummto.dz/dspace/handle/ummto/1817>.
54. Yakoubi, Mohamed Lamine. 2022. « L'organisation de la production automobile européenne dans la perspective des chaînes de valeurs mondiales : cas de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie, et du Royaume-Uni ». Tizi Ouzou (Algérie): Mouloud MAMMERI. <https://www.ummto.dz/dspace/handle/ummto/18451>.

1.4. Articles de presses et sites internet

55. Algérie Presse Service. Algeria Disrupt 2022: de nouvelles mesures incitatives pour renforcer les acquis des start-up. (2022). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/136577-algeria-disrupt-2022-de-nouvelles-mesures-incitatives-pour-renforcer-les-acquis-des-startups> (consulté le 28/04/2022).
56. Algérie Presse Service. Algeria Venture lance un programme d'accélération en partenariat avec Google. (2022). Disponible sur : <https://www.aps.dz/sante-science-technologie/139028-startups-algeria-venture-lance-un-programme-d-acceleration-en-partenariat-avec-google> (consulté le 28/04/2022)
57. Algérie Presse Service. Djerad inaugure l'accélérateur de startups "Algeria Venture". (2021). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/118434-djerad-inaugure-l-accelerateur-de-startups-algeria-venture> (consulté le 9 septembre 2021).
58. Algérie Presse Service. Startups : convention Algeria Venture - SEAF pour la création du fonds algérien pour l'innovation. (2023). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/150788-startups-convention-algeria-venture-seaf-pour-la-creation-du-fonds-algerien-pour-l-innovation> (consulté le 27/01/2023).
59. Algérie Presse Service. Start-up : création d'un compartiment de financement au sein de la bourse d'Alger. (2020). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/110503-start-up-creation-d-un-compartiment-de-financement-au-sein-de-la-bourse-d-alger> (consulté le 9 septembre 2020).
60. Algérie Presse Service. Startups : la conférence "Oran Disrupt" prévue samedi. (2021). Disponible sur : <https://www.aps.dz/regions/119135-startups-la-conference-oran-disrupt-prevue-samedi> (Consulté le 9 septembre 2021).

61. Algérie Presse Service. Le financement des start-up labélisées par l'ASF enclenché jeudi. (2021). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/116314-le-financement-des-start-up-labelisees-par-l-asf-enclenche-jeudi> (consulté le 13/07/2021).
62. Algérie Presse Service. Près de 60 projets innovants en cours d'examen et de financement par l'ASF. (2021). Disponible sur : <https://www.aps.dz/economie/121933-pres-de-60-projets-innovants-en-cours-d-examen-et-de-financement-par-l-asf> (consulté le 13/07/2021).
63. ASF. (2022). Disponible sur : asf.dz (consulté le 5 juin 2022).
64. BABOUCHE, Y. EXCLUSIF - Yacine Oualid détaille son projet pour booster les startup en Algérie. (2020). Disponible sur : <https://www.tsa-algerie.com/exclusif-yacine-oualid-detaille-son-projet-pour-booster-les-startup-en-algerie/> (consulté le 9 septembre 2021).
65. Belhadj, Amina. 2020. « Start-up ou startup ? Choisir entre 2 orthographes acceptées ». Mots-Clés, agence de communication éditoriale et d'influence. mai 2020. <https://www.motscles.net/blog/startup-ou-start-up>.
66. BENALI, A. Start-up : le fonds de financement lancé ce samedi. (2020). Disponible sur : <https://www.algerie-eco.com/2020/10/02/start-up-le-fonds-de-financement-lance-ce-samedi/> (consulté le 13/07/2021).
67. BENELKADI, K. Paiement électronique en Algérie : Encore insuffisant malgré une augmentation sensible. (2021). Disponible sur : <https://www.elwatan.com/edition/economie/encore-insuffisant-malgre-une-augmentation-sensible-03-01-2021> (consulté le 9 septembre 2020).
68. Business Angels Algérie Diaspora. (2021). Disponible sur : <https://baaldi.org/> (consulté le 9 septembre 2021).
69. El Moudjahid. Financement des start-up : 600 millions de dinars pour l'innovation. (2022). Disponible sur : <https://www.elmoudjahid.dz/fr/economie/financement-des-start-up-600-millions-da-pour-l-innovation-181263> (consulté le 5 juin 2022).
70. GIE Monétique. Activité paiement sur internet. (2021). Disponible sur : <https://giemonetique.dz/qui-sommes-nous/activite-paiement-sur-internet> (consulté le 9 septembre 2020).
71. Google. Google books Ngram Viewer. (2010). Disponible sur : <https://books.google.com/ngrams> (consulté le 5 septembre 2021).
72. Google. Google Trends. (2006). Disponible sur : <https://trends.google.fr/trends/?geo=DZ> (consulté le 4 septembre 2021).

73. Grim, Nordine. 2017. « L'entreprise algérienne depuis l'ouverture économique de 1988 ». El Watan. 2017. <https://algeria-watch.org/?p=5355>.
74. HADJIB, K. Start-up : création d'un nouveau diplôme. (2022). Disponible sur : <https://www.elmoudjahid.dz/fr/nation/start-up-creation-d-un-nouveau-diplome-189438> (consulté le 23/12/2022).
75. HAMDUCHE, H. Algérien Start-up fund : Ahmed Haftari fait état de 35 projets déposés. (2021). Disponible sur : <https://jeunessedalgerie.dz/algerian-start-up-fund-ahmed-haftari-fait-etat-de-35-projets-deposes/> (consulté le 13/07/2021).
76. Hattou, Hakim. 2019. « Ecosystème du financement des startups en Algérie ». *Medium* (blog). 24 avril 2019. <https://medium.com/@hakim.hattou/ecosyst%C3%A8me-du-financement-des-startups-en-alg%C3%A9rie-dcb2ae0fd14b>.
77. Le chiffre d'affaires. Les 50 sites web les plus visités en Algérie. (2021). Disponible sur : <https://lechiffredaffaires.dz/les-50-sites-web-les-plus-visites-en-algerie/> (consulté le 8 septembre 2021).
78. Markitor Business Angels. Services. (2021). Disponible sur : <https://markitor.com/services/business-angels/> (consulté le 9 septembre 2021).
79. MAYARD, A. Voici l'histoire des cinq lycéens qui ont créé Ouedkniss, le leader des petites annonces en Algérie. (2014). Disponible sur : <https://www.wamda.com/2014/09/histoire-cinq-lyceens-qui-ont-cree-ouedkniss-leader-petites-annonces-algerie> (consulté le 8 septembre 2021).
80. MONNET, T. Transports : tem:tem boucle une levée de fonds record pour une start-up algérienne. (2019). Disponible sur : <https://www.jeuneafrique.com/836436/economie/transports-temtem-vise-une-leeve-de-fonds-record-pour-une-start-up-algerienne/> (consulté le 21 octobre 2021).
81. SAINT-EXUPÉRY, Gilles de. 2018. « PLONGEZ DANS LA VAGUE DES STARTUPS ! » Chambre des notaires du Québec. <https://notaireyanjacques.com/wp-content/uploads/2018/12/Plongez-dans-la-vague-des-starts-up.pdf>.
82. SLAMANI, H. Lancement de la première plateforme de "crowdfunding" : L'Algérie se met à l'heure du financement participatif. (2013). Disponible sur : <https://www.djazairess.com/fr/elwatan/438703> (consulté le 23/04/2020).
83. Sofinance. Nos participations. (2021). Disponible sur : <https://sofinance.dz/nosparticipations/> (consulté le 9 septembre 2021).
84. Risac, Héloïse. 2020. « LA PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE EN ALGÉRIE ».

85. Rédaction AlgérieEco. Fonds algérien des startups : signature d'une convention pour l'exploitation des fonds d'investissement des wilayas. (2022). Disponible sur : <https://www.algerie-eco.com/2022/08/24/fonds-algerien-des-startups-signature-dune-convention-pour-l'exploitation-des-fonds-d'investissement-des-wilayas/> (consulté le 24/08/2022).
86. Rédaction AlgérieEco. La startup Grodesto lève 200 millions Da pour la création d'une SPA. (2022). Disponible sur : https://www.algerie-eco.com/2022/09/15/la-startup-grodesto-leve-200-millions-da-pour-la-creation-dune-spa/?fbclid=IwAR2VjSz44SZaJgPtpi1r8RVhgLpZN3z__NcmKqQAtmoG36IlwoXJMNXaUvk (consulté le 15/09/2022).
87. Roza Tig. Startup en algérie : ibtikar, la nouvelle émission télévisée consacrée à l'innovation. (2022). Disponible sur : <https://www.algerie360.com/ibtikar-nouvelle-emission-televisee-qui-sera-consacree-a-l'innovation/> (consulté le 6 juillet 2022).
88. Wikipédia. (2021). Disponible sur : wikipedia.org (consulté le 5 septembre 2021).

1.4. Rapports

89. Ministère de l'industrie et des mines. Bulletin d'information statistique de l'entreprise n°36. (Avril 2020). Disponible sur : https://www.industrie.gov.dz/IMG/pdf/bulletin_PME_36_VFF.pdf (consulté le 18 octobre 2021).
90. Switchmed. (2016). Rapport sur l'activité de crowdfunding dans l'Afrique du nord. Disponible sur : https://www.switchmed.eu/fr/documents/ge-green-entrepreneurship-corner/synthese-etude-crowdfunding_-fr.pdf (consulté le 23/04/2020).

1.5. Textes Réglementaires

1.5.1. Lois

91. Le président de la république, Algérie. Loi n° 17-02 du 10 janvier 2017 portant loi d'orientation sur le développement de la petite et moyenne entreprise (PME). Journal officiel, n°2, 11/01/2017, p. 3-8.
92. Le président de la république, Tunisie. Loi n° 2018-20 du 17 avril 2018, relative aux Startups. Journal officiel, n°32, 20/04/2018, p. 1189-1191.
93. Le président de la république, Algérie. Loi n° 19-14 du 11 décembre 2019 portant loi de finances pour 2020. Journal officiel, n° 81, 30/12/2019, p. 1-50.
94. Le président de la république, Algérie. Loi n°20-07 du 4 juin 2020 portant loi de finances complémentaire pour 2020. Journal officiel, n° 33, 04/06/2020, p. 4-17.

95. Le président de la république, Algérie. Loi n°20-16 du 31 décembre 2020 portant loi de finances pour 2021. Journal officiel, n° 83, 31/12/2020, p. 1-64.
96. Le président de la république, Algérie. Loi n° 18-18 du 27 décembre 2018 portant loi de finances pour 2018. Journal officiel, n°79, 30/12/2018, p. 1-28.
97. Le président de la république, Algérie. Loi n° 06-11 du 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement. Journal officiel, n°42, 28/06/2006, p. 3-6.
98. Le président de la république, Algérie. Loi n° 22-09 du 5 mai 2022 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code du commerce. Journal officiel, n°32, 14/05/2022, p. 11-12.
99. Le président de la république, Algérie. Loi n°22-16 du 20 juillet 2022 complétant la loi n°90-11 du 21 avril 1990 relative aux relations de travail. Journal officiel, n°49, 20/07/2022, p. 10-11.
100. Le président de la république, Algérie. Loi n°22-24 du 25 décembre 2022 portant loi de finances pour 2023. Journal officiel, n°89, 29/12/2022, p. 1-51.

1.5.2. Ordonnances

101. Le président de la république, Algérie. Ordonnance n° 96-14 du 24 juin 1996 portant loi de finances complémentaire pour 1996. Journal officiel, n°39, 26/06/1996, p. 3-7.
102. Le président de la république, Algérie. Ordonnance n°21-07 du 8 juin 2021 portant loi de finances complémentaire pour 2021. Journal officiel, n°44, 08/06/2021, p. 5-16.
103. Le président de la république, Algérie. Ordonnance n° 08-04 du 1 septembre 2008 fixant les conditions et les modalités de concession des terrains relevant du domaine privé de l'Etat destinés à la réalisation de projets d'investissement. Journal officiel, n°49, 03/09/2008, p. 3-5.

1.5.3. Décrets exécutifs

104. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n°20-254 du 15 septembre 2020 portant création du comité national de labellisation des start-up, des projets innovants et des incubateurs et fixant ses missions, sa composition et son fonctionnement. Journal officiel, n°55, 21/09/2020, p. 10-13.
105. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 21-170 du 28 avril 2021 fixant les conditions et les modalités d'octroi des avantages fiscaux accordés aux entreprises disposant du label « start-up » ou du label « incubateur ». Journal officiel, n°33, 05/05/2021, p. 13-16.

106. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 20-110 du 5 mai 2020 conférant au ministère de la micro entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance, le pouvoir de tutelle sur l'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes. Journal officiel, n°27, 06/05/2020, p. 9.
107. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 21-303 du 1 août 2021 fixant les modalités de fonctionnement du compte d'affectation spéciale n° 302-150 intitulé « fonds d'appui et de développement de l'écosystème start-up ». Journal officiel, n° 60, 05/08/2021, p. 10-11.
108. Le président de la république, Algérie. Décret exécutif n° 20-01 du 2 janvier 2020 portant nomination des membres du gouvernement. Journal officiel, n° 1, 05/01/2020, p. 5-7.
109. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n°20-55 du 25 février 2020 portant organisation de l'administration centrale du ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance. Journal officiel, n° 12, 26/02/2020, p. 8-13.
110. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n°20-54 du 25 février 2020 fixant les attributions du ministère de la micro-entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance. Journal officiel, n° 12, 26/02/2020, p. 6-8.
111. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 21-170 du 28 avril 2021 fixant les conditions et les modalités d'octroi des avantages fiscaux accordés aux entreprises disposant du label «start-up» ou du label «incubateur». Journal officiel, n°33, 05/05/2021, p. 13-16.
112. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 20-365 du 30 novembre 2020 portant création de l'établissement de promotion et de gestion des structures d'appui aux start-up et fixant ses missions, son organisation et son fonctionnement. Journal officiel, n° 73, 06/12/2020, p. 9-12.
113. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 03-79 du 25 février 2003 fixant la nature juridique, les missions et l'organisation des centres de facilitation des petites et moyennes entreprises. Journal officiel, n° 13, 26/02/2003, p. 15-18.
114. Le premier ministre, Algérie. Décret exécutif n° 08-56 du 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital investissement. Journal officiel, n° 9, 24/02/2008, p. 7-8.

2. Références bibliographiques en anglais

2.1. Ouvrages & chapitres de livres

115. Barrow, Colin, Paul Barrow, et Robert Brown. 2008. *The Business Plan Workbook: The Definitive Guide to Researching, Writing up and Presenting a Winning Plan*. 6th ed. London ; Philadelphia: Kogan Page.
116. Becker, Gary S. 1964. « Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education ». SSRN Scholarly Paper ID 1496221. Rochester, NY: Social Science Research Network.
117. ———. 1975. « Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education, Second Edition ». SSRN Scholarly Paper ID 1496221. Rochester, NY: National Bureau of Economic Research.
118. Bhidé, Amar. 1999. *The Origins and Evolution of New Businesses*. United Kingdom: The Oxford University Press.
119. Burton, M. Diane, Jesper B Sørensen, et Christine M Beckman. 2002. « 7. Coming from good stock: Career histories and new venture formation ». In *Social Structure and Organizations Revisited*, édité par Michael Lounsbury et Marc J. Ventresca, 19:229-62. Research in the Sociology of Organizations. Emerald Group Publishing Limited.
120. Cardis, Joel, Sam Kirschner, Stan Richelson, Jason Kirschner, et Hildy Richelson. 2001. *Venture Capital: The Definitive Guide for Entrepreneurs, Investors, and Practitioners*. 1st edition. New York: Wiley.
121. Carrete, Liliam Sanchez, et Aline Mariane de Faria. 2019. « The Financing of the Startup Life Cycle ». In *Startups and Innovation Ecosystems in Emerging Markets: A Brazilian Perspective*, édité par Jr. Oliveira Moacir de Miranda, Fernanda Ribeiro Cahen, et Felipe Mendes Borini, 69-95. Cham: Springer International Publishing.
122. Cetindamar, Dilek. 2003. *The Growth of Venture Capital: A Cross-Cultural Comparison*. Illustrated edition. Westport, Conn: Praeger.
123. Christensen, Clayton M., et Michael E. Raynor. 2013. *The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth*-. Rev Exp édition. Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press.
124. Coleman, Susan. 2016. « Financing High Growth Women-Owned Enterprises: Evidence from the United States ». In *Women's Entrepreneurship in Global and Local*

- Contexts*, par Cristina Díaz-García, Candida Brush, Elizabeth Gatewood, et Friederike Welter, 183-202. Edward Elgar Publishing.
125. Creswell, John W., et J. David Creswell. 2010. « Mixed Methods Research: Developments, Debates, and Dilemmas ». In *Research in Organization : Foundations and Methods of Inquiry*, Berrett-Koehler Publishers, 12.
126. Eccles, Robert G., Robert H. Herz, E. Mary Keegan, et David M. H. Phillips. 2002. *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*. John Wiley & Sons.
127. Gompers, Paul, et Josh Lerner. 1999. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA, USA: MIT Press.
128. Graham, Benjamin, et CHARLES McGOLRICK. 1937. *The Interpretation of Financial Statements*. Harper & Brothers. Londres.
129. Keeble, David. 1976. *Industrial Location and Planning in the United Kingdom*. London: Methuen.
130. Kuratko, et Hodgetts. 2001. *Entrepreneurship: A Contemporary Approach*. 5th éd. Orlando.
131. Latour, Bruno. 1987. *Science in Action: How to Follow Scientists and Engineers through Society*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
132. Liles, Patrick R. 1977. *Sustaining the Venture Capital Firm*. Cambridge, Mass.: Management Analysis Center.
133. Lev, Baruch. 2000. *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.
134. Matar, Mohammed. 2006. *Recent trends in financial and credit analysis*. Egypte: Wael Publishing House.
135. Milgrom, et Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management by Paul Milgrom*. Pearson.
136. Morgan, David L. 2014. « Pragmatism as a Paradigm for Mixed Methods Research ». In *Integrating Qualitative and Quantitative Methods: A Pragmatic Approach*, 1st edition, 288. Thousand Oaks, California: SAGE Publications, Inc.
137. Morrison, A. M., R. P. White, E. Van Velsor, et Center For Creative Leadership. 1992. *Breaking The Glass Ceiling: Can Women Reach The Top Of America's Largest Corporations?* Basic Books.
138. Nelson, et Winter. 1982. « An evolutionary theory of economic change », 1982, Belknap Press of Harvard University Press.

139. Nokes, Karen, et Gerard P. Hodgkinson. 2017. « Policy-Capturing: An Ingenious Technique for Exploring the Cognitive Bases of Work-Related Decisions ». In *Methodological Challenges and Advances in Managerial and Organizational Cognition*, édité par Robert J. Galavan, Kristian J. Sund, et Gerard P. Hodgkinson, 2:95-121. New Horizons in Managerial and Organizational Cognition. Emerald Publishing Limited.
140. Petkova, Antoaneta. 2012. « From the Ground Up: Building Young Firms' Reputations ». The Oxford Handbook of Corporate Reputation. 19 juillet 2012.
141. Picot, Arnold, Ralf Reichwald, et Rolf T. Wigand. 2001. *Die grenzenlose Unternehmung: Information, Organisation und Management. Lehrbuch zur Unternehmensführung im Informationszeitalter*. 4^e éd. Gabler Verlag.
142. Porter, M.E. 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
143. Roberts, Edward B. 1991. *Entrepreneurs in High Technology: Lessons from MIT and Beyond*. New York: Oxford University Press.
144. Roberts, Michael J, Lauren Barley, Harvard University, et Graduate School of Business Administration. 2004. *How Venture Capitalists Evaluate Potential Venture Opportunities*. Boston, Mass.: President and Fellows of Harvard College.
145. Stinchcombe, Arthur L. 1965. *Social Structure and Organizations*. Indianapolis, IN: Bobbs-Merrill.
146. Spence, A. Michael. 1974. *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*. Cambridge: Harvard University Press.
147. Skala, Agnieszka. 2019. « Characteristics of Startups ». In *Digital Startups in Transition Economies: Challenges for Management, Entrepreneurship and Education*, édité par Agnieszka Skala, 41- 91. Cham: Springer International Publishing.
148. Teddlie, C, et A Tashakkor. 2003. « Major issues and controversies in the use of mixed methods in the social and behavioral sciences. » In *Handbook of mixed methods in social and behavioral research*, Thousand Oaks, 3-50.
149. Vesper, Karl H. 1980. *New venture strategies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
150. Williamson, Oliver E. 1990. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, NY: Free Press.

2.2. Articles de revues

151. Abdessamie, Harmouche, Kanetaka Maki, et Yamina Doukhi-moukaddem. 2021. « Venture Capital as a Driver of Startup Innovation in Algeria A Survey of the Algerian, Tunisian and Moroccan Contexts between 2016 and 2020 ». *المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي* 9 (1): 394- 411.
152. Abdulshakour, Saddeq. 2020. « Impact of financial statements for financial decision-making ». *Open Science Journal* 5 (juin).
153. ADJALI, Dalal. 2018. « The Relationship between Business Plan and the Success of Startups: An Empirical Study on Algerian Startups ». *مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي* 4 (2)).
154. Adler, Paul S., et Seok-Woo Kwon. 2002. « Social Capital: Prospects for a New Concept ». *The Academy of Management Review* 27 (1): 17- 40.
155. Ahlstrom, David, et Garry Bruton. 2006. « Venture Capital in Emerging Economies: Networks and Institutional Change ». *Entrepreneurship: Theory and Practice* 30 (avril): 299- 320.
156. Ahuja, Gautam. 2000. « The Duality of Collaboration: Inducements and Opportunities in the Formation of Interfirm Linkages ». *Strategic Management Journal* 21 (3): 317- 43.
157. Aiman-Smith, Lynda, Steven E. Scullen, et Steve H. Barr. 2002. « Conducting Studies of Decision Making in Organizational Contexts: A Tutorial for Policy-Capturing and Other Regression-Based Techniques ». *Organizational Research Methods* 5 (4): 388- 414.
158. Akerlof, George A. 1970. « The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism ». *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488- 500.
159. Al-Saadi, Hashil. 2014. « Demystifying Ontology and Epistemology in Research Methods ». *University of Sheffield*, 12.
160. Alavi, Mousa, Mandy Archibald, Rose McMaster, Violeta Lopez, et Michelle Cleary. 2018. « Aligning theory and methodology in mixed methods research: Before Design Theoretical Placement ». *International Journal of Social Research Methodology* 21 (5): 527-40.
161. Aldrich, Howard, et Ellen Auster. 1986. « Even Dwarfs Started Small: Liabilities of Age and Size and Their Strategic Implications ». *Research in Organizational Behavior* 8 (janvier): 165- 98.

162. Aldrich, Howard E., et C. Marlene Fiol. 1994. « Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation ». *The Academy of Management Review* 19 (4): 645- 70.
163. Almus, Matthias, et Eric A. Nerlinger. 1999. « Growth of New Technology-Based Firms: Which Factors Matter? » *Small Business Economics* 13 (2): 141- 54.
164. Alsos, Gry Agnete, et Lars Kolvereid. 1998. « The Business Gestation Process of Novice, Serial, and Parallel Business Founders ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 22 (4): 101- 14.
165. Alsos, Gry Agnete, et Elisabet Ljunggren. 2017. « The Role of Gender in Entrepreneur–Investor Relationships: A Signaling Theory Approach ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 41 (4): 567- 90.
166. Alvarez, Sharon A., et Jay B. Barney. 2001. « How entrepreneurial firms can benefit from alliances with large partners ». *Academy of Management Perspectives* 15 (1): 139- 48.
167. ———. 2005. « How Do Entrepreneurs Organize Firms Under Conditions of Uncertainty? ». *Journal of Management* 31 (5): 776- 93.
168. Amit, Raphael, James Brander, et Christoph Zott. 1998. « Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence ». *Journal of Business Venturing* 13 (6): 441- 66.
169. Amit, Raphael, Lawrence Glosten, et Eitan Muller. 1990. « Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing ». *Management Science* 36 (10): 1233- 46.
170. Antwi, Stephen Kwadwo, et Kasim Hamza. 2015. « Qualitative and Quantitative Research Paradigms in Business Research: A Philosophical Reflection ». *European Journal of Business and Management* 7 (3): 10.
171. Armstrong, Chris, Antonio Davila, et George Foster. 2006. « Venture-Backed Private Equity Valuation and Financial Statement Information ». *Review of Accounting Studies* 11 (1): 119- 54.
172. Arrow, Kenneth. 1971. « Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention ». In *The Economics of Technological Change*, Penguin Books, Harmondsworth, 164- 81. National Bureau of Economic Research, Inc. <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/2144.html>.
173. Arthurs, Jonathan D., et Lowell W. Busenitz. 2003. « The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 28 (2): 145- 62.

174. Aspelund, Arild, et Rune Skjevdal. 2005. « Initial Resources' Influence on New Venture Survival: A Longitudinal Study of New Technology-Based Firms ». *Technovation* 25 (11): 1337- 47.
175. Audretsch, David B., et Maksim Belitski. 2017. « Entrepreneurial Ecosystems in Cities: Establishing the Framework Conditions ». *The Journal of Technology Transfer* 42 (5): 1030- 51.
176. Audretsch, David B., Werner Bönte, et Prashanth Mahagaonkar. 2012. « Financial Signaling by Innovative Nascent Ventures: The Relevance of Patents and Prototypes ». *Research Policy* 41 (8): 1407- 21.
177. Azorin, Jose Molina, et Roslyn Cameron. 2010. « The Application of Mixed Methods in Organisational Research: A Literature Review ». *Electronic Journal of Business Research Methods* 8 (2): 95- 105.
178. Bacharach, Samuel B. 1989. « Organizational Theories: Some Criteria for Evaluation ». *The Academy of Management Review* 14 (4): 496.
179. Bachher, Jagdeep S, et Paul D Guild. 1996a. « FINANCING EARLY STAGE TECHNOLOGY BASED COMPANIES: INVESTMENT CRITERIA USED BY INVESTORS », 14.
180. Baghli, Abdallah El Moutawakil, et Wassila Tabet Aoual. 2021. « BUSINESS ANGELS AS COMPONENT OF THE ALGERIAN ENTREPRENEURIAL ECOSYSTEM, SCOPE OF ISSUES AND REALITIES. » *Les Cahiers Du Mecas* 17 (1): 138- 44.
181. Bagwell, Kyle, et Michael H. Riordan. 1991. « High and Declining Prices Signal Product Quality ». *The American Economic Review* 81 (1): 224- 39.
182. Baimai, Chaiwat. 2017. « Startup: Definition, Importance, and Research Guidelines ». *Executive Journal* 37 (2): 10- 21.
183. Baron, Robert A., et Gideon D. Markman. 2000. « Beyond Social Capital: How Social Skills Can Enhance Entrepreneurs' Success ». *The Academy of Management Executive (1993-2005)* 14 (1): 106- 16.
184. Baron, Robert A, et Gideon D Markman. 2003. « Beyond Social Capital: The Role of Entrepreneurs' Social Competence in Their Financial Success ». *Journal of Business Venturing* 18 (1): 41- 60.
185. Barry, Christopher B., Chris J. Muscarella, John W. Peavy, et Michael R. Vetsuypens. 1990. « The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process ». *Journal of Financial Economics* 27 (2): 447- 71.

186. Basu, Sudipta, et Gregory Waymire. 2008. « Has the importance of intangibles really grown? And if so, why? » *Accounting and Business Research* 38 (3): 171- 90.
187. Baum, J. Robert, Edwin A. Locke, et Ken G. Smith. 2001. « A Multidimensional Model of Venture Growth ». *Academy of Management Journal* 44 (2): 292- 303.
188. Baum, Joel A. C., et Christine Oliver. 1991. « Institutional Linkages and Organizational Mortality ». *Administrative Science Quarterly* 36 (2): 187- 218.
189. Baum, Joel A. C., et Brian S. Silverman. 2004. « Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual, and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups ». *Journal of Business Venturing*, Evolutionary approaches to entrepreneurship: Honoring Howard Aldrich, 19 (3): 411- 36.
190. Baum, Joel, Tony Calabrese, et Brian Silverman. 2000. « Don't Go It Alone: Alliance Network Composition and Startups' Performance in Canadian Biotechnology ». *Strategic Management Journal* 21 (mars): 267- 94.
191. Becker-Blease, John R., et Jeffrey E. Sohl. 2007. « Do Women-Owned Businesses Have Equal Access to Angel Capital? » *Journal of Business Venturing* 22 (4): 503- 21.
192. Beckman, Christine M., M. Diane Burton, et Charles O'Reilly. 2007. « Early Teams: The Impact of Team Demography on VC Financing and Going Public ». *Journal of Business Venturing* 22 (2): 147- 73.
193. Belenzon, Sharon, Aaron K. Chatterji, et Brendan Daley. 2017. « Eponymous Entrepreneurs ». *American Economic Review* 107 (6): 1638-55.
194. ———. 2019. « Choosing Between Growth and Glory ». *Management Science* 66 (5): 2050-74.
195. Bell, R. Greg, Curt B. Moore, et Hussam A. Al-Shammari. 2008. « Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 32 (1): 185-202.
196. Bell, R. Greg, Curt B. Moore, et Igor Filatotchev. 2012. « Strategic and institutional effects on foreign IPO performance: Examining the impact of country of origin, corporate governance, and host country effects ». *Journal of Business Venturing* 27 (2): 197-216.

197. Bellucci, Andrea, Alexander Borisov, et Alberto Zazzaro. 2010. « Does Gender Matter in Bank–Firm Relationships? Evidence from Small Business Lending ». *Journal of Banking & Finance*, International Financial Integration, 34 (12): 2968-84.
198. Bergemann, Dirk, et Ulrich Hege. 1998. « Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning ». *Journal of Banking & Finance* 22 (6): 703-35.
199. Berger, Marius, et Hanna Hottenrott. 2021. « Start-up Subsidies and the Sources of Venture Capital ». *Journal of Business Venturing Insights* 16 (novembre):
200. Birley, Sue, et Paul Westhead. 1994. « A Taxonomy of Business Start-up Reasons and Their Impact on Firm Growth and Size ». *Journal of Business Venturing* 9 (1): 7-31.
201. Black, Bernard S, et Ronald J Gilson. 1998. « Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets ». *Journal of Financial Economics* 47 (3): 243-77.
202. Black, Fischer, et Myron Scholes. 1973. « The Pricing of Options and Corporate Liabilities ». *Journal of Political Economy* 81 (3): 637- 54.
203. Bliss, Richard T. 1999. « A venture capital model for transitioning economies: The case of Poland ». *Venture Capital* 1 (3): 241-57.
204. Block, Joern, Christian Fisch, Silvio Vismara, et René Andres. 2019. « Private Equity Investment Criteria: An Experimental Conjoint Analysis of Venture Capital, Business Angels, and Family Offices ». *Journal of Corporate Finance* 58 (octobre): 329-52.
205. Block, Joern H., Geertjan De Vries, Jan H. Schumann, et Philipp Sandner. 2014. « Trademarks and Venture Capital Valuation ». *Journal of Business Venturing* 29 (4): 525-42.
206. Bontis, Nick, Mary M. Crossan, et John Hulland. 2002. « Managing An Organizational Learning System By Aligning Stocks and Flows ». *Journal of Management Studies* 39 (4): 437-69.
207. Bosse, Douglas, et Porcher Taylor. 2012. « The Second Glass Ceiling Impedes Women Entrepreneurs ». *The Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 17 (1): 52-68.
208. Bourdieu, Pierre. 1986. « THE FORMS OF CAPITAL ». In *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education*, 241-58. Parlux.
209. Bradley, Keith. 1997. « Intellectual Capital and the New Wealth of Nations ». *Business Strategy Review* 8 (1): 53-62.

- 210..Brown, T. R. 1972. « A comparison of judgmental policy equations obtained from human judges under natural and contrived conditions ». *MATHEMATICAL BIOSCIENCES* 15.
- 211.Brüderl, Josef, Peter Preisendörfer, et Rolf Ziegler. 1992. « Survival Chances of Newly Founded Business Organizations ». *American Sociological Review* 57 (2): 227-42.
- 212.Bruderl, Josef, et Rudolf Schussler. 1990. « Organizational Mortality: The Liabilities of Newness and Adolescence ». *Administrative Science Quarterly* 35 (3): 530-47.
- 213.Bruton, Garry D., Salim Chahine, et Igor Filatotchev. 2009. « Founders, Private Equity Investors, and Underpricing in Entrepreneurial IPOs ». *Entrepreneurship: Theory and Practice* 33 (4): 909.
- 214.Bruton, Garry D, et Yuri Rubanik. 2002. « Resources of the Firm, Russian High-Technology Startups, and Firm Growth ». *Journal of Business Venturing* 17 (6): 553-76.
- 215.Busenitz, Lowell W., James O. Fiet, et Douglas D. Moesel. 2005. « Signaling in Venture Capitalist—New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes? » *Entrepreneurship Theory and Practice* 29 (1): 1-12.
- 216.Butler, Marty, Arthur Kraft, et Ira S. Weiss. 2007. « The Effect of Reporting Frequency on the Timeliness of Earnings: The Cases of Voluntary and Mandatory Interim Reports ». *Journal of Accounting and Economics* 43 (2): 181-217.
- 217.Byrne, Jennifer, et Áine M Humble. 2006. « An Introduction to Mixed Method Research ». *Atlantic Research Centre for Family-Work Issues*, 5.
- 218.Bystrova, et Shirokova. 2014. « Что мы знаем о молодых предпринимательских фирмах? Определения, характеристики и факторы, влияющие на их рост ». *Современная конкуренция* 48 (6): 69-101.
- 219.Čalopa, M.K., J. Horvat, et M. Lalić. 2014. « Analysis of financing sources for start-up companies ». *Management (Croatia)* 19 (janvier): 19-44.
- 220.Cameron, Roslyn. 2009. « A sequential mixed model research design: Design, analytical and display issues ». *International Journal of Multiple Research Approaches* 3 (2): 140-52.
- 221.Campbell, D. T., et D. W. Fiske. 1959. « Convergent and Discriminant Validation by the Multitrait-Multimethod Matrix ». *Psychological Bulletin* 56 (2): 81-105.

222. Caracelli, Valerie J., et Jennifer C. Greene. 1993. « Data Analysis Strategies for Mixed-Method Evaluation Designs ». *Educational Evaluation and Policy Analysis* 15 (2): 15.
223. Carpenter, Robert E., et Bruce C. Petersen. 2002. « Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing ». *The Economic Journal* 112 (477): F54-72.
224. Carter, N. M., M. Williams, et P. D. Reynolds. 1997. « Discontinuance among New Firms in Retail: The Influence of Initial Resources, Strategy, and Gender ». *Journal of Business Venturing* 12 (2): 125-45.
225. Carter, Nancy, William Gartner, et Paul Reynolds. 1996. « Exploring Start-Up Event Sequences ». *Journal of Business Venturing* 11 (février): 151-66.
226. Cassar, Gavin. 2004. « The Financing of Business Start-Ups ». *Journal of Business Venturing* 19 (2): 261-83.
227. ———. 2009. « Financial Statement and Projection Preparation in Start-Up Ventures ». *The Accounting Review* 84 (1): 27-51.
228. Certo, S. Trevis. 2003. « Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures ». *The Academy of Management Review* 28 (3): 432-46.
229. Certo, S. Trevis, Jeffrey G. Covin, Catherine M. Daily, et Dan R. Dalton. 2001. « Wealth and the Effects of Founder Management among IPO-Stage New Ventures ». *Strategic Management Journal* 22 (6-7): 641-58.
230. Chan, C. S. Richard, et Haemin Dennis Park. 2015. « How Images and Color in Business Plans Influence Venture Investment Screening Decisions ». *Journal of Business Venturing* 30 (5): 732-48.
231. Chandler, Gaylen N. 1996. « Business Similarity as a Moderator of the Relationship between Pre-Ownership Experience and Venture Performance ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 20 (3): 51-65.
232. Chang, Sea Jin. 2004. « Venture Capital Financing, Strategic Alliances, and the Initial Public Offerings of Internet Startups ». *Journal of Business Venturing* 19 (5): 721-41.
233. Chen, Xiao-Ping, Xin Yao, et Suresh Kotha. 2009. « Entrepreneur Passion and Preparedness in Business Plan Presentations: A Persuasion Analysis of Venture Capitalists' Funding Decisions ». *The Academy of Management Journal* 52 (1): 199-214.

- 234.Christensen, Esben, Robert Wuebker, et Rolf Wustenhagen. 2009. « Of Acting Principals and Principal Agents: Goal Incongruence in the Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship ». *International Journal of Entrepreneurship and Small Business* 7 (3): 367-88.
- 235.Chung, Seungwha, Harbir Singh, et Kyungmook Lee. 2000. « Complementarity, Status Similarity and Social Capital as Drivers of Alliance Formation ». *Strategic Management Journal* 21 (1): 1-22.
- 236.Ciuchta, Michael P., Chaim Letwin, Regan Stevenson, Sean McMahon, et M. Nesij Huvaj. 2018. « Betting on the Coachable Entrepreneur: Signaling and Social Exchange in Entrepreneurial Pitches ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 42 (6): 860-85.
- 237.C.Jensen, Michael, et William H.Meckling. 1976. « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-60.
- 238.Cliff, Jennifer E. 1998. « Does One Size Fit All? Exploring the Relationship between Attitudes towards Growth, Gender, and Business Size ». *Journal of Business Venturing* 13 (6): 523-42.
- 239.Cockayne, Daniel. 2019. « What Is a Startup Firm? A Methodological and Epistemological Investigation into Research Objects in Economic Geography ». *Geoforum* 107 (décembre): 77-87.
- 240.Cockburn, Iain M., et Megan J. MacGarvie. 2009. « Patents, Thickets and the Financing of Early-Stage Firms: Evidence from the Software Industry ». *Journal of Economics & Management Strategy* 18 (3): 729-73.
- 241.Cohen, Boyd D., et Thomas J. Dean. 2005. « Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal ». *Strategic Management Journal* 26 (7): 683-90.
- 242.Coleman, Susan, et Alicia Robb. 2009. « A Comparison of New Firm Financing by Gender: Evidence from the Kauffman Firm Survey Data ». *Small Business Economics* 33 (4): 397.
- 243.Colombelli, Alessandra, Jackie Krafft, et Marco Vivarelli. 2016. « To be born is not enough: the role of innovative start ups ». *Small Business Economics* 47 (août).
- 244.Colombo, Massimo G., et Luca Grilli. 2005. « Founders' Human Capital and the Growth of New Technology-Based Firms: A Competence-Based View ». *Research Policy* 34 (6): 795-816.

- 245.———. 2009. « A Capital Partnership: How Human and Venture Capital Affect the Growth of High-Tech Start-Ups ». *Strategic Change* 18 (7-8): 231-39.
- 246.Colombo, Oskar. 2021. « The Use of Signals in New-Venture Financing: A Review and Research Agenda ». *Journal of Management* 47 (1): 237-59.
- 247.Combs, Julie P., et Anthony J. Onwuegbuzie. 2010. « Describing and Illustrating Data Analysis in Mixed Research ». *International Journal of Education* 2 (2): 23.
- 248.Connelly, Brian L., S. Trevis Certo, R. Duane Ireland, et Christopher R. Reutzel. 2011. « Signaling Theory: A Review and Assessment ». *Journal of Management* 37 (1): 39-67.
- 249.Conti, Annamaria, Jerry Thursby, et Marie Thursby. 2013. « Patents as Signals for Startup Financing ». *The Journal of Industrial Economics* 61 (3): 592-622.
- 250.Conti, Annamaria, Marie Thursby, et Frank T. Rothaermel. 2013. « Show Me the Right Stuff: Signals for High-Tech Startups ». *Journal of Economics & Management Strategy* 22 (2): 341-64.
- 251.Cooper, Arnold C. 1985. « The Role of Incubator Organizations in the Founding of Growth-Oriented Firms ». *Journal of Business Venturing* 1 (1): 75-86.
- 252.Cooper, Arnold C., et Albert V. Bruno. 1977. « Success among High-Technology Firms ». *Business Horizons* 20 (2): 16-22.
- 253.Cooper, Arnold C., F. Javier Gimeno-Gascon, et Carolyn Y. Woo. 1994. « Initial Human and Financial Capital as Predictors of New Venture Performance ». *Journal of Business Venturing* 9 (5): 371-95.
- 254.Cooper, Arnold C., Carolyn Y. Woo, et William C. Dunkelberg. 1988. « Entrepreneurs' Perceived Chances for Success ». *Journal of Business Venturing* 3 (2): 97-108.
- 255.Cosh, Andy, Douglas Cumming, et Alan Hughes. 2009. « Outside Entrepreneurial Capital* ». *The Economic Journal* 119 (540): 1494-1533.
- 256.Cressy, Robert. 1996. « Are Business Startups Debt-Rationed? » *The Economic Journal* 106 (438): 1253-70.
- 257.D'Ambrosio, Mario, et Gianfranco Gianfrate. 2016. « Crowdfunding and Venture Capital: Substitutes or Complements? » *The Journal of Private Equity* 20 (1): 7-20.
- 258.Davidsson, Per, et Benson Honig. 2003. « The Role of Social and Human Capital among Nascent Entrepreneurs ». *Journal of Business Venturing* 18 (3): 301-31.

- 259.Davila, Antonio, et George Foster. 2005. « Management Accounting Systems Adoption Decisions: Evidence and Performance Implications from Early-Stage/Startup Companies ». *The Accounting Review* 80 (4): 1039-68.
- 260.Davila, Antonio, George Foster, et Mahendra Gupta. 2003. « Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms ». *Journal of Business Venturing* 18 (6): 689-708.
- 261.Davis, L. 2009. « Leveraging Trademarks Capture Innovation Returns. »
- 262.Deeds, David L., et Charles W. L. Hill. 1996. « Strategic Alliances and the Rate of New Product Development: An Empirical Study of Entrepreneurial Biotechnology Firms ». *Journal of Business Venturing* 11 (1): 41-55.
- 263.Delmar, Frédéric, et Scott Shane. 2006. « Does Experience Matter? The Effect of Founding Team Experience on the Survival and Sales of Newly Founded Ventures »: *Strategic Organization* 4 (3): 215-47.
- 264.Demers, Elizabeth, et Baruch Lev. 2001. « A Rude Awakening: Internet Shakeout in 2000 ». *Review of Accounting Studies* 6 (2): 331-59.
- 265.Demsetz, Harold. 1967. « Toward a Theory of Property Rights ». *The American Economic Review* 57 (2): 347-59.
- 266.Denis, David J. 2004. « Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence ». *Journal of Corporate Finance, Venture Capital, Initial Public Offerings, and Entrepreneurial Finance*, 10 (2): 301-26.
- 267.Denscombe, Martyn. 2008. « Communities of Practice: A Research Paradigm for the Mixed Methods Approach ». *Journal of Mixed Methods Research* 2 (3): 270-83.
- 268.Dhochak, Monika, et Anil Kumar Sharma. 2016. « Identification and prioritization of factors affecting venture capitalists' investment decision-making process: An analytical hierarchal process (AHP) approach ». *Journal of Small Business and Enterprise Development* 23 (4): 964-83.
- 269.Dittmann, Ingolf, Ernst Maug, et Johannes Kemper. 2004. « How Fundamental Are Fundamental Values? Valuation Methods and Their Impact on the Performance of German Venture Capitalists ». *European Financial Management* 10 (4): 609-38.
- 270.Dixon, R. 1991. « Venture Capitalists and the Appraisal of Investments ». *Omega* 19 (5): 333-44.

- 271.Douglas, Evan J., et Dean Shepherd. 2002. « Exploring investor readiness: Assessments by entrepreneurs and investors in Australia ». *Venture Capital* 4 (3): 219-36.
- 272.Doyle, Louise, Anne-Marie Brady, et Gobnait Byrne. 2009. « An Overview of Mixed Methods Research ». *Journal of Research in Nursing* 14 (2): 175-85.
- 273.Drover, Will, Lowell Busenitz, Sharon Matusik, David Townsend, Aaron Anglin, et Gary Dushnitsky. 2017. « A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators ». *Journal of Management* 43 (6): 1820-53.
- 274.Duchesneau, Donald A., et William B. Gartner. 1990. « A Profile of New Venture Success and Failure in an Emerging Industry ». *Journal of Business Venturing* 5 (5): 297-312.
- 275.Duffner, Stefan. 2003. « Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance », 111.
- 276.Eddleston, Kimberly A., Jamie J. Ladge, Cheryl Mitteness, et Lakshmi Balachandra. 2016. « Do You See What I See? Signaling Effects of Gender and Firm Characteristics on Financing Entrepreneurial Ventures ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 40 (3): 489-514.
- 277.Eisenhardt, Kathleen M. 1989. « Agency Theory: An Assessment and Review ». *The Academy of Management Review* 14 (1): 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>.
- 278.Eisenhardt, Kathleen M., et Claudia Bird Schoonhoven. 1990. « Organizational Growth: Linking Founding Team, Strategy, Environment, and Growth Among U.S. Semiconductor Ventures, 1978-1988 ». *Administrative Science Quarterly* 35 (3): 504-29.
- 279.————. 1996. « Resource-based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms ». *Organization Science* 7 (2): 136-50.
- 280.Elitzur, Ramy, et Arie Gavious. 2003. « Contracting, Signaling, and Moral Hazard: A Model of Entrepreneurs, ‘Angels,’ and Venture Capitalists ». *Journal of Business Venturing* 18 (6): 709-25.
- 281.Elwin, Peter. 2008. « Discussion of ‘Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations’ ». *Accounting and Business Research* 38 (3): 205- 7.

- 282.Engel, Dirk, et Max Keilbach. 2007. « Firm-Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment — An Empirical Investigation ». *Journal of Empirical Finance* 14 (2): 150-67.
- 283.Evans, David S., et Boyan Jovanovic. 1989. « An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints ». *Journal of Political Economy* 97 (4): 808-27.
- 284.Fama, Eugene F., et Michael C. Jensen. 1983. « Separation of Ownership and Control ». *The Journal of Law & Economics* 26 (2): 301-25.
- 285.Feldman, Maryann, et Maryellen Kelley. 2006. « The ex ante assessment of knowledge spillovers: Government R&D policy, economic incentives and private firm behavior ». *Research Policy* 35 (10): 1509-21.
- 286.Fernandez, Roberto M., et Nancy Weinberg. 1997. « Sifting and Sorting: Personal Contacts and Hiring in a Retail Bank ». *American Sociological Review* 62 (6): 883.
- 287.Fisch, Christian. 2019. « Initial Coin Offerings (ICOs) to Finance New Ventures ». *Journal of Business Venturing* 34 (1): 1-22.
- 288.Fischer, Eileen, et Rebecca Reuber. 2007. « The Good, the Bad, and the Unfamiliar: The Challenges of Reputation Formation Facing New Firms ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 31 (1): 53-75.
- 289.Florin, Juan, Michael Lubatkin, et William Schulze. 2003. « A Social Capital Model of High-Growth Ventures on JSTOR ». *The Academy of Management Journal* 46 (3): 374-84.
- 290.Fombrun, Charles, et Mark Shanley. 1990. « What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy ». *The Academy of Management Journal* 33 (2): 233-58.
- 291.Franke, Nikolaus, Marc Gruber, Dietmar Harhoff, et Joachim Henkel. 2006. « What You Are Is What You like—Similarity Biases in Venture Capitalists' Evaluations of Start-up Teams ». *Journal of Business Venturing* 21 (6): 802-26.
- 292.—. 2008. « Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 32 (3): 459-83.
- 293.Freeman, J. 1986. « Entrepreneurs as Organizational Products: Semiconductor Firms and Venture Capital Firms. » *Advances in the Study of Entrepreneurship, Innovation, and Economic Growth*, 33-52.

- 294.Freeman, John, Glenn R. Carroll, et Michael T. Hannan. 1983. « The Liability of Newness: Age Dependence in Organizational Death Rates ». *American Sociological Review* 48 (5): 692-710.
- 295.Fried, Jesse M, et Mira Ganor. 2006. « AGENCY COSTS OF VENTURE CAPITALIST CONTROL IN STARTUPS ». *NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW* 81 (3): 60.
- 296.Fried, Vance H., et Robert D. Hisrich. 1994. « Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making ». *Financial Management* 23 (3): 28-37.
- 297.Gentry, William M, et R Glenn Hubbard. 2004. « Entrepreneurship and Household Saving ». *Advances in Economic Analysis & Policy* 4 (1): 57.
- 298.Gimmon, Eli, et Jonathan Levie. 2010. « Founder's Human Capital, External Investment, and the Survival of New High-Technology Ventures ». *Research Policy* 39 (9): 1214-26.
- 299.Glinka, B, et J Pasieczny. 2015. « Tworzenie przedsiębiorstwa: szanse, realizacja, rozwój, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, ss. 270. » *Horyzonty Polityki* 6 (16): 185-86.
- 300.Golić, Zorica. 2014. « ADVANTAGES OF CROWDFUNDING AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES ». *ЗБОРНИК РАДОВА ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА У ИСТОЧНОМ САРАЈЕВУ* 3 (8): 39-48.
- 301.Gompers, Paul A. 1995. « Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital ». *The Journal of Finance* 50 (5): 1461-89.
- 302.—. 1996. « Grandstanding in the Venture Capital Industry ». *Journal of Financial Economics* 42 (1): 133-56.
- 303.Gompers, Paul, Anna Kovner, Josh Lerner, et David Scharfstein. 2008. « Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets ». *Journal of Financial Economics* 87 (1): 1-23.
- 304.—. 2001. « The Venture Capital Revolution ». *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 145-68.
- 305.Good, W. S., et M. Levy. 1992. « Home-Based Business: A Phenomenon of Growing Economic Importance ». *Journal of Small Business & Entrepreneurship* 10 (1): 34-46.

306. Gorman, Michael, et William A. Sahlman. 1989. « What Do Venture Capitalists Do? » *Journal of Business Venturing* 4 (4): 231-48.
307. Green, Paul E., et V. Srinivasan. 1978. « Conjoint Analysis in Consumer Research: Issues and Outlook ». *Journal of Consumer Research* 5 (2): 103-23.
308. ———. 1990. « Conjoint Analysis in Marketing: New Developments with Implications for Research and Practice ». *Journal of Marketing* 54 (4): 3-19.
309. Green, T. Clifton, et Russell Jame. 2013. « Company Name Fluency, Investor Recognition, and Firm Value ». *Journal of Financial Economics* 109 (3): 813-34.
310. Greenberg, Gili. 2013. « Small Firms, Big Patents? Estimating Patent Value Using Data on Start-Ups' Financing Rounds ». *European Management Review* 10 (4): 183-96.
311. Greene, Jennifer. 2006. « Toward a methodology of mixed methods social inquiry ». *RESEARCH IN THE SCHOOLS Mid-South Educational Research Association* 13 (1): 93-98.
312. Greene, Patricia G., Candida G. Brush, Myra M. Hart, et Patrick Saporito. 2001. « Patterns of venture capital funding: Is gender a factor? » *Venture Capital* 3 (1): 63-83.
313. Greene, Patricia, Myra Hart, Elizabeth Gatewood, Candida Brush, et Nancy Carter. 2003. « Women Entrepreneurs: Moving Front and Center: An Overview of Research and Theory », janvier.
314. Gruber, Marc, Ian C. MacMillan, et James D. Thompson. 2012. « From Minds to Markets: How Human Capital Endowments Shape Market Opportunity Identification of Technology Start-Ups ». *Journal of Management* 38 (5): 1421-49.
315. Gulati, Ranjay, et Monica C. Higgins. 2003. « Which Ties Matter When? The Contingent Effects of Interorganizational Partnerships on IPO Success ». *Strategic Management Journal* 24 (2): 127-44.
316. Guzman, Jorge, et Aleksandra (Olenka) Kacperczyk. 2019. « Gender Gap in Entrepreneurship ». *Research Policy* 48 (7): 1666-80.
317. Hackman, J. Richard. 1980. « Work redesign and motivation ». *Professional Psychology* 11 (3): 445-55.

- 318.Haeussler, Carolin, Dietmar Harhoff, et Elisabeth Mueller. 2009. « To Be Financed or Not ... - The Role of Patents for Venture Capital Financing ». Doc-type:workingPaper. 20 janvier 2009.
- 319.———. 2014. « How Patenting Informs VC Investors – The Case of Biotechnology ». *Research Policy* 43 (8): 1286-98.
- 320.Hall, Bronwyn H., Adam Jaffe, et Manuel Trajtenberg. 2005. « Market Value and Patent Citations ». *The RAND Journal of Economics* 36 (1): 16-38.
- 321.Hall, John, et Charles W. Hofer. 1993. « Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation ». *Journal of Business Venturing* 8 (1): 25-42.
- 322.Hall, Jori N. 2013. « Pragmatism, Evidence, and Mixed Methods Evaluation ». *New Directions for Evaluation* 2013 (138): 15-26.
- 323.Hall, Ralph. 2013. « Mixed Methods: In Search of a Paradigm ». In *Conducting Research in a Changing and Challenging World*, Nova Science Publishers Inc., 6.
- 324.Hand, John R. M. 2005. « The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market ». *The Accounting Review* 80 (2): 613-48.
- 325.Harhoff, Dietmar, Francis Narin, F. M. Scherer, et Katrin Vopel. 1999. « Citation Frequency and the Value of Patented Inventions ». *Review of Economics and Statistics* 81 (3): 511-15.
- 326.Hart, Mark, et Graham Gudgin. 1994. « Spatial Variations in New Firm Formation in the Republic of Ireland, 1980–1990 ». *Regional Studies* 28 (4): 367-80.
- 327.Hassan, Abeer. 2010. « An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt ». *The Journal of Private Equity* 13 (février): 55-66.
- 328.Hellmann, Thomas, et Manju Puri. 2000. « The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital ». *The Review of Financial Studies* 13 (4): 959-84.
- 329.Higgins, Monica C., et Ranjay Gulati. 2006. « Stacking the Deck: The Effects of Top Management Backgrounds on Investor Decisions ». *Strategic Management Journal* 27 (1): 1-25.
- 330.Hisrich, et O'Brien. 1982. « The woman entrepreneur as a reflection of the type of business. » *Frontiers of entrepreneurial research*, 1982.

- 331.Hisrich, Robert D., et A. D. Jankowicz. 1990. « Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study Using a New Technique ». *Journal of Business Venturing* 5 (1): 49-62.
- 332.Hoenen, Sebastian, Christos Kolympiris, Wilfred Schoenmakers, et Nicholas Kalaitzandonakes. 2014. « The Diminishing Signaling Value of Patents between Early Rounds of Venture Capital Financing ». *Research Policy* 43 (6): 956-89.
- 333.Hoenig, Daniel, et Joachim Henkel. 2015. « Quality Signals? The Role of Patents, Alliances, and Team Experience in Venture Capital Financing ». *Research Policy* 44 (5): 1049-64.
- 334.Honig, Benson. 1998. « What Determines Success? Examining the Human, Financial, and Social Capital of Jamaican Microentrepreneurs ». *Journal of Business Venturing* 13 (5): 371-94.
- 335.Honjo, Yuji. 2021. « The Impact of Founders' Human Capital on Initial Capital Structure: Evidence from Japan ». *Technovation* 100 (février): 102191.
- 336.Hormiga, Esther, Rosa M. Batista-Canino, et Agustin Sanchez-Medina. 2011. « The Impact of Relational Capital on the Success of New Business Start-Ups ». *Journal of Small Business Management* 49 (4): 617.
- 337.Hoskisson, Robert E., Lorraine Eden, Chung Ming Lau, et Mike Wright. 2000. « Strategy in Emerging Economies ». *The Academy of Management Journal* 43 (3): 249-67.
- 338.Hsu, David H. 2004. « What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? » *The Journal of Finance* 59 (4): 1805-44.
- 339.—. 2007. « Experienced Entrepreneurial Founders, Organizational Capital, and Venture Capital Funding ». *Research Policy* 36 (5): 722-41.
- 340.Hsu, David, et Rosemarie Ziedonis. 2007. « Patents as Quality Signals for Entrepreneurial Ventures ». *Academy of Management Proceedings* 2008 (1): 9.
- 341.Hurst, Erik, et Annamaria Lusardi. 2004. « Liquidity Constraints and Entrepreneurship. Household Wealth, Parental Wealth, and the Transition In and Out of Entrepreneurship ». *Journal of Political Economy* 112 (2): 38.
- 342.Ingram, Paul. 1996. « Organizational Form as a Solution to the Problem of Credible Commitment: The Evolution of Naming Strategies among U.S. Hotel Chains, 1896–1980 ». *Strategic Management Journal* 17 (S1): 85-98.

343. Isaksson, Anders, Barbara Cornelius, Hans Landström, et Sven Junghagen. 2004. « Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience ». *Venture Capital* 6 (1): 47-71.
344. Isenberg, Daniel J. 2010. « How to Start an Entrepreneurial Revolution ». *Harvard Business Review*, 12.
345. Islam, Mazhar, Adam Fremeth, et Alfred Marcus. 2018. « Signaling by Early Stage Startups: US Government Research Grants and Venture Capital Funding ». *Journal of Business Venturing* 33 (1): 35-51.
346. Ismail, Elsayeda A, et Mona I Medhat. 2019. « What Determines Venture Capital Investment Decisions? Evidence from the Emerging VC Market in Egypt ». *The Journal of Entrepreneurial Finance* 21 (2): 26.
347. Jacob, John, Thomas Z. Lys, et Margaret A. Neale. 1999. « Expertise in Forecasting Performance of Security Analysts ». *Journal of Accounting and Economics* 28 (1): 51-82.
348. Janney, Jay J., et Timothy B. Folta. 2003. « Signaling through Private Equity Placements and Its Impact on the Valuation of Biotechnology Firms ». *Journal of Business Venturing* 18 (3): 361-80.
349. ———. 2006. « Moderating Effects of Investor Experience on the Signaling Value of Private Equity Placements ». *Journal of Business Venturing* 21 (1): 27-44.
350. Jeng, Leslie A., et Philippe C. Wells. 2000. « The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries ». *Journal of Corporate Finance* 6 (3): 241-89.
351. Jensen, Michael C. 1983. « Organization Theory and Methodology ». *The Accounting Review* 58 (2): 319- 39.
352. Jensen, Michael, et William H Meckling. 1976. « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305- 60.
353. Johnson, R. Burke, Anthony J. Onwuegbuzie, et Lisa A. Turner. 2007. « Toward a Definition of Mixed Methods Research ». *Journal of Mixed Methods Research* 1 (2): 112- 33.
354. Jones, M., et C. Mlambo. 2013. « Early-stage venture capital in South Africa: Challenges and prospects ». *South African Journal of Business Management* 44 (4): 1- 12.

- 355.Kakati, M. 2003. « Success Criteria in High-Tech New Ventures ». *Technovation* 23 (5): 447- 57.
- 356.Kalleberg, Arne L., et Kevin T. Leicht. 1991. « Gender and Organizational Performance: Determinants of Small Business Survival and Success ». *Academy of Management Journal* 34 (1): 136- 61.
- 357.Kaminski, Jermain, Christian Hopp, et Tereza Tykvová. 2019. « New Technology Assessment in Entrepreneurial Financing – Does Crowdfunding Predict Venture Capital Investments? » *Technological Forecasting and Social Change* 139 (février): 287- 302.
- 358.Kaplan, Steven N, et Per Stromberg. 2001. « Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring ». *The American Economic Review* 91 (2): 5.
- 359.Kaplan, Steven, et Per Stromberg. 2000. « Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts ». *The Review of Economic Studies* 70 (2): 74.
- 360.———. 2003. « Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts ». *Review of Economic Studies* 70 (2): 281- 315.
- 361.Karasek, R., et Phil C. Bryant. 2012. « Signaling Theory: Past, Present, and Future ». *Academy of Strategic Management Journal* 11 (1): 91- 101.
- 362.Karren, Ronald J., et Melissa Woodard Barringer. 2002. « A Review and Analysis of the Policy-Capturing Methodology in Organizational Research: Guidelines for Research and Practice ». *Organizational Research Methods* 5 (4): 337- 61.
- 363.Karsai, Judit, Mike Wright, et Igor Filatotchev. 1997. « Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 21 (4): 93- 110.
- 364.Kasych, Alla, et Aliaksandr Amelyaniuk. 2020. « The Nature of Startup Development: Concepts, Theories, Trends, Conditions ». *Littera Scripta* 13: 167- 87.
- 365.Khan, Arshad M. 1986. « Entrepreneur Characteristics and the Prediction of New Venture Success ». *Omega* 14 (5): 365- 72.
- 366.Khoury, Theodore A., Marc Junkunc, et David L. Deeds. 2013. « The Social Construction of Legitimacy through Signaling Social Capital: Exploring the Conditional Value of Alliances and Underwriters at IPO ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 37 (3): 569- 601.

367. Kim, Jin-Hyuk, et Liad Wagman. 2016. « Early-Stage Entrepreneurial Financing: A Signaling Perspective ». *Journal of Banking & Finance* 67 (juin): 12- 22.
368. Kirmani, Amna, et Akshay R. Rao. 2000. « No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality ». *Journal of Marketing* 64 (2): 66- 79.
369. Kirsch, David, Brent Goldfarb, et Azi Gera. 2009. « Form or Substance: The Role of Business Plans in Venture Capital Decision Making ». *Strategic Management Journal* 30 (5): 487- 515.
370. Kleer, Robin. 2008. « Government R&D Subsidies as a Signal for Private Investors ». 066. *Working Papers*. Working Papers. Bavarian Graduate Program in Economics (BGPE). https://ideas.repec.org/p/bav/wpaper/066_kleer.html.
371. Klonowski, Darek. 2005. « The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland ». *Post-Communist Economies* 17 (3): 331- 48.
372. Knockaert, Mirjam, Bart Clarysse, et Mike Wright. 2010. « The Extent and Nature of Heterogeneity of Venture Capital Selection Behaviour in New Technology-Based Firms ». *R&D Management* 40 (4): 357- 71.
373. Ko, Eun-Jeong, et Alexander McKelvie. 2018. « Signaling for More Money: The Roles of Founders' Human Capital and Investor Prominence in Resource Acquisition across Different Stages of Firm Development ». *Journal of Business Venturing* 33 (4): 438- 54.
374. Köhn, Andreas. 2018. « The Determinants of Startup Valuation in the Venture Capital Context: A Systematic Review and Avenues for Future Research ». *Management Review Quarterly* 68 (1): 3- 36.
375. Kollmann, Tobias, et Andreas Kuckertz. 2010. « Evaluation Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria ». *Journal of Business Research* 63 (7): 741- 47.
376. Kolosok, Andriy, et Ivanna Koniukh. 2017. « Definition of Startup Projects, Main Problems and Prospects of Development ». *Economic Journal of Lesya Ukrainka Volyn National University* 4 (12): 62- 67.
377. Kopera, Sebastian, Ewa Wszendybył-Skulska, Joanna Cebulak, et Sebastian Grabowski. 2018. « Interdisciplinarity in Tech Startups Development: Case Study of “Unistartapp” Project ». *Foundations of Management* 10 (1): 23- 32.
378. Kor, Yasemin Y. 2003. « Experience-Based Top Management Team Competence and Sustained Growth ». *Organization Science* 14 (6): 707- 19.

- 379.Kortum, Samuel, et Josh Lerner. 2000. « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation ». *The RAND Journal of Economics* 31 (4): 674- 92.
- 380.Kotha, Reddi, et Gerard George. 2012. « Friends, Family, or Fools: Entrepreneur Experience and Its Implications for Equity Distribution and Resource Mobilization ». *Journal of Business Venturing* 27 (5): 525- 43.
- 381.Krejčí, Martin, Wadim Strielkowski, et Inna Cabelkova. 2015. « Factors that influence the success of small and medium enterprises in ICT: A case study from the Czech Republic ». *Verslas: Teorija ir Praktika* 16 (2): 304- 15.
- 382.Lahr, Henry, et Andrea Mina. 2016. « Venture Capital Investments and the Technological Performance of Portfolio Firms ». *Research Policy* 45 (1): 303- 18.
- 383.Landskroner, Yoram, et Jacob Paroush. 1995. « Venture Capital: Structure and Incentives ». *International Review of Economics & Finance* 4 (4): 317- 32.
- 384.Landstrom, Hans. 1993. « Agency Theory and Its Application to Small Firms: Evidence from the Swedish Venture Capital Market ». *Journal of Small Business Finance* 2 (3): 203- 18.
- 385.Lauto, Giancarlo, Elisa Salvador, et Francesca Visintin. 2022. « For What They Are, Not for What They Bring: The Signaling Value of Gender for Financial Resource Acquisition in Academic Spin-Offs ». *Research Policy* 51 (7)
- 386.Lavie, Dovev. 2007. « Alliance Portfolios and Firm Performance: A Study of Value Creation and Appropriation in the U.S. Software Industry ». *Strategic Management Journal* 28 (12): 1187- 1212.
- 387.Lee, Choonwoo, Kyungmook Lee, et Johannes M. Pennings. 2001. « Internal Capabilities, External Networks, and Performance: A Study on Technology-Based Ventures ». *Strategic Management Journal* 22 (6/7): 615- 40.
- 388.Lee, Peggy M. 2001. « What's in a Name.Com?: The Effects of '.Com' Name Changes on Stock Prices and Trading Activity ». *Strategic Management Journal* 22 (8): 793- 804.
- 389.Leland, Hayne E., et David H. Pyle. 1977. « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation ». *The Journal of Finance* 32 (2): 371.
- 390.Lerner, Josh. 1995. « Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms ». *The Journal of Finance* 50 (1): 301- 18.
- 391.———. 1999. « The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program ». *The Journal of Business* 72 (3): 285- 318.

- 392.Lerner, Joshua. 1994. « Venture Capitalists and the Decision to Go Public ». *Journal of Financial Economics* 35 (3): 293- 316.
- 393.Levie, Jonathan, et Eli Gimmon. 2008. « Mixed signals: why investors may misjudge first time high technology venture founders ». *Venture Capital* 10 (3): 233- 56.
- 394.Levy, Haim, et Esther Lazarovich-Porat. 1995. « Signaling Theory and Risk Perception: An Experimental Study ». *Journal of Economics and Business* 47 (1): 39- 56.
- 395.Lockett, Andy, Mike Wright, Harry Sapienza, et Sarika Pruthi. 2002. « Venture capital investors, valuation and information: A comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore ». *Venture Capital* 4 (3): 237- 52.
- 396.Long, Clarisa. 2002. « Patent Signals ». *The University of Chicago Law Review* 69 (2): 625- 79.
- 397.Luger, Michael I., et Jun Koo. 2005. « Defining and Tracking Business Start-Ups ». *Small Business Economics* 24 (1): 17- 28.
- 398.Macmillan, Ian C., David M. Kulow, et Roubina Khoylian. 1989. « Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance ». *Journal of Business Venturing* 4 (1): 27- 47.
- 399.Macmillan, Ian C., Robin Siegel, et P. N. Subba Narasimha. 1985. « Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals ». *Journal of Business Venturing* 1 (1): 119- 28.
- 400.Macmillan, Ian C., Lauriann Zemann, et P. N. Subbanarasimha. 1987. « Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process ». *Journal of Business Venturing* 2 (2): 123- 37.
- 401.Malmström, Malin, Aija Voikane, Jeaneth Johansson, et Joakim Wincent. 2020. « What Do They Think and What Do They Say? Gender Bias, Entrepreneurial Attitude in Writing and Venture Capitalists' Funding Decisions ». *Journal of Business Venturing Insights* 13 (juin): e00154.
- 402.Manigart, Sophie, Koen De Waele*, Mike Wright, Ken Robbie, Philippe Desbrières, Harry Sapienza, et Amy Beekman. 2000. « Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: A Comparative Study of the USA, UK, France, Belgium and Holland ». *European Financial Management* 6 (3): 389- 403.
- 403.Markova, Sonja, et Tatjana Petkovska-Mircevska. 2009. « Financing Options for Entrepreneurial Ventures ». *The AMFITEATRU ECONOMIC journal* 11 (26): 597- 604.

- 404.Marvel, Matthew R., et G.T. Lumpkin. 2007. « Technology Entrepreneurs' Human Capital and Its Effects on Innovation Radicalness ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 31 (6): 807- 28.
- 405.Mason, Colin, et Matthew Stark. 2004. « What Do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels ». *International Small Business Journal* 22 (3): 227- 48.
- 406.Maxwell, Andrew L., et Moren Lévesque. 2014. « Trustworthiness: A Critical Ingredient for Entrepreneurs Seeking Investors »: *Entrepreneurship Theory and Practice* 38 (5): 1057- 80.
- 407.Mayer, Colin, Koen Schoors, et Yishay Yafeh. 2005. « Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Japan and the United Kingdom ». *Journal of Corporate Finance* 11 (3): 586- 608.
- 408.McDevitt, Ryan C. 2014. « “A” Business by Any Other Name: Firm Name Choice as a Signal of Firm Quality ». *Journal of Political Economy* 122 (4): 909- 44.
- 409.Mehta, Ravi, et Rui (Juliet) Zhu. 2009. « Blue or Red? Exploring the Effect of Color on Cognitive Task Performances ». *Science* 323 (5918): 1226- 29.
- 410.Mehta, Vijay. 2004. « Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital ». *Wharton Undergraduate Research Scholars*, 57.
- 411.Meuleman, Miguel, et Wouter De Maeseneire. 2008. « Do R&D subsidies affect SME's: access to external financing ». Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series. Vlerick Leuven Gent Management School.
- 412.Migiro, et Magangi. 2011. « Mixed Methods: A Review of Literature and the Future of the New Research Paradigm ». *African Journal of Business Management* 5 (10): 3757- 64.
- 413.Milgrom, Paul, et John Roberts. 1986. « Price and Advertising Signals of Product Quality ». *Journal of Political Economy* 94 (4): 796- 821.
- 414.Miloud, Tarek, Arild Aspelund, et Mathieu Cabrol. 2012. « Startup valuation by venture capitalists: an empirical study ». *Venture Capital* 14 (2- 3): 151- 74.
- 415.Miner, Anne S., Terry L. Amburgey, et Timothy M. Stearns. 1990. « Interorganizational Linkages and Population Dynamics: Buffering and Transformational Shields ». *Administrative Science Quarterly* 35 (4): 689- 713.
- 416.Mitchell, R. K. 1997. « Oral history and expert scripts: demystifying the entrepreneurial experience. » *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 2 (3): 122- 39.

- 417.Mitteness, C., Richard Sudek, et M. Baucus. 2010. « ENTREPRENEURS AS AUTHENTIC TRANSFORMATIONAL LEADERS: CRITICAL BEHAVIORS FOR GAINING ANGEL CAPITAL ». *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- 418.Mitteness, Cheryl, Richard Sudek, et Melissa S. Cardon. 2012. « Angel Investor Characteristics That Determine Whether Perceived Passion Leads to Higher Evaluations of Funding Potential ». *Journal of Business Venturing* 5 (27): 592- 606.
- 419.Monika, et A. K. Sharma. 2015. « Venture Capitalists' Investment Decision Criteria for New Ventures: A Review ». *Procedia - Social and Behavioral Sciences, Operations Management in Digital Economy*, 189 (2015): 465- 70.
- 420.Montani, Damiano, Daniele Gervasio, et Andrea Pulcini. 2020. « Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends ». *International Business Research* 13 (9): 15.
- 421.Montchaud, Sandra. 2014. « The interest of private equity and venture capital for the financing of entrepreneurship in emerging markets ». *International Journal of Economics and Business Research* 7 (2): 220- 40.
- 422.Montgomery, David B., et M. L. Lieberman. 1988. « First Movers Advantages ». *Strategic Management Journal* 9 (1): 41- 58.
- 423.Morrisette, Stephen G. 2007. « A Profile of Angel Investors ». *The Journal of Private Equity* 10 (3): 52- 66.
- 424.Mueller, Cornelius, Paul Westhead, et Mike Wright. 2012. « Formal Venture Capital Acquisition: Can Entrepreneurs Compensate for the Spatial Proximity Benefits of South East England and 'Star' Golden-Triangle Universities? ». *Environment and Planning A* 44 (février): 281- 96.
- 425.Murphy, Patrick J., Jill Kickul, Saulo D. Barbosa, et Lindsay Titus. 2007. « Expert Capital and Perceived Legitimacy: Female-Run Entrepreneurial Venture Signalling and Performance ». *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation* 8 (2): 127- 38.
- 426.Muzyka, Dan, Sue Birley, et Benoit Leleux. 1996. « Trade-Offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists ». *Journal of Business Venturing* 11 (4): 273- 87.
- 427.Myers, Stewart C., et Nicholas S. Majluf. 1984. « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have ». *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187- 221.

- 428.N. Berger, Allen, et Gregory F. Udell. 1998. « The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle ». *Journal of Banking & Finance* 22 (6): 613- 73.
- 429.Nadeau, Pierre. 2010. « Venture Capital Investment Selection: Do Patents Attract Investors? » *Strategic Change* 19 (7- 8): 325- 42.
- 430.Nahapiet, Janine, et Sumantra Ghoshal. 1998. « Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage ». *The Academy of Management Review* 23 (2): 242- 66.
- 431.Narayanan, V. K., George E. Pinches, Kathryn M. Kelm, et Diane M. Lander. 2000. « The Influence of Voluntarily Disclosed Qualitative Information ». *Strategic Management Journal* 21 (7): 707- 22.
- 432.Narayanasamy, Cheedradevi, Athena Hashemoghli, et Rasidah Mohd-Rashid. 2011. « Venture Capital Pre-Investment Decision Making Process: An Exploratory Study in Malaysia ». *GLOBAL JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH* 6 (5): 49- 63.
- 433.Nelson, Teresa Dale, Sylvia Maxfield, et Deborah M. Kolb. 2009. « Women entrepreneurs and venture capital: managing the shadow negotiation ». *International Journal of Gender and Entrepreneurship* 1 (1): 57- 76.
- 434.Nguyen-Duc, Anh, Kai-Kristian Kemell, et Pekka Abrahamsson. 2021. « The entrepreneurial logic of startup software development: A study of 40 software startups ».
- 435.Nicholson, Sean, Patricia Danzon, et Jeffrey McCullough. 2005. « Biotech-Pharmaceutical Alliances as aSignal of Asset and Firm Quality* ». *Journal of Business* 78 (4): 1433- 64.
- 436.Niculaescu, Corina-Elena, Ivan Sangiorgi, et Adrian R. Bell. 2023. « Venture Capital Financing in the ESports Industry ». *Research in International Business and Finance* 65 (avril): 101951.
- 437.Nigam, Nirjhar, Cristiane Benetti, et Sofia A. Johan. 2020. « Digital Start-up Access to Venture Capital Financing: What Signals Quality? » *Emerging Markets Review* 45 (décembre): 100743.
- 438.Nofsinger, John R., et Weicheng Wang. 2011. « Determinants of Start-up Firm External Financing Worldwide ». *Journal of Banking & Finance* 35 (9): 2282- 94.
- 439.Nohria, Nitin, et Carlos Garcia Pont. 1991. « Global Strategic Linkages and Industry Structure ». *Strategic Management Journal* 12 (S1): 105- 24.

440. Nosella, A., G. Petroni, et C. Verbano. 2006. « Innovation Development in Biopharmaceutical Start-up Firms: An Italian Case Study ». *Journal of Engineering and Technology Management* 23 (3): 202- 20.
441. Oliveira, Fabrício Batista de, et Luís Perez Zotes. 2018. « Valuation Methodologies for Business Startups: A Bibliographical Study and Survey ». *Brazilian Journal of Operations & Production Management* 15 (1): 96- 111.
442. Oliver, Christine. 1990. « Determinants of Interorganizational Relationships: Integration and Future Directions ». *The Academy of Management Review* 15 (2): 241- 65.
443. Onwuegbuzie, Anthony J., et Julie P. Combs. 2011. « Data Analysis in Mixed Research: A Primer ». *International Journal of Education* 3 (1): 25.
444. Onwuegbuzie, Anthony J., et Nancy L. Leech. 2007. « A Call for Qualitative Power Analyses ». *Quality & Quantity* 41 (1): 105- 21.
445. Oppenheimer, Daniel M. 2006. « Consequences of Erudite Vernacular Utilized Irrespective of Necessity: Problems with Using Long Words Needlessly ». *Applied Cognitive Psychology* 20 (2): 139- 56.
446. Osnabrugge, Mark Van. 2000. « A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis ». *Venture Capital* 2 (2): 91- 109.
447. Ostgaard, Tone A., et Sue Birley. 1994. « Personal Networks and Firm Competitive Strategy—A Strategic or Coincidental Match? ». *Journal of Business Venturing* 9 (4): 281- 305.
448. Panda, Swati. 2018. « Adequacy of agency theory in explaining the venture capitalist-entrepreneur relationship: A firm life-cycle perspective ». *International Journal of Entrepreneurship and Small Business* 34 (3): 309.
449. Parida, Dillip Kumar, et D Prasanna. 2021. « AN EMPIRICAL STUDY ON SOCIAL MEDIA CONVERSATION TO INCREASE BRAND AWARENESS: STARTUP ORGANIZATION CONTEXT ». *Academy of Marketing Studies Journal* 25 (4): 9.
450. Park, Namgyoo K., et John M. Mezas. 2005. « Before and after the Technology Sector Crash: The Effect of Environmental Munificence on Stock Market Response to Alliances of e-Commerce Firms ». *Strategic Management Journal* 26 (11): 987- 1007.
451. Patzelt, Holger. 2010. « CEO Human Capital, Top Management Teams, and the Acquisition of Venture Capital in New Technology Ventures: An Empirical Analysis ». *Journal of Engineering and Technology Management* 27 (3): 131- 47.

452. Peng, Mike W., et Peggy Sue Heath. 1996. « The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations, and Strategic Choice ». *The Academy of Management Review* 21 (2): 492- 528.
453. Pennings, Johannes M., Kyungmook Lee, et Arjen van Witteloostuijn. 1998. « Human Capital, Social Capital, and Firm Dissolution ». *The Academy of Management Journal* 41 (4): 425- 40.
454. Petković, Saša, Jovo Ateljević, et Irena Narić. 2016. « Venture Capital Funds in Transition Countries: An Empirical Study of Bosnia and Herzegovina ». In *Economic Development and Entrepreneurship in Transition Economies : Issues, Obstacles and Perspectives*, édité par Jovo Ateljević et Jelena Trivić, 233- 52. Cham: Springer International Publishing.
455. Petty, Jeffrey S., et Marc Gruber. 2011. « “In Pursuit of the Real Deal”: A Longitudinal Study of VC Decision Making ». *Journal of Business Venturing* 26 (2): 172- 88.
456. Piazza-Georgi, Barbara. 2002. « The role of human and social capital in growth: extending our understanding ». *Cambridge Journal of Economics* 26 (4): 461- 79.
457. Plummer, Lawrence A., Thomas H. Allison, et Brian L. Connelly. 2016. « Better Together? Signaling Interactions in New Venture Pursuit of Initial External Capital ». *Academy of Management Journal* 59 (5): 1585- 1604.
458. Pollock, Timothy G., Guoli Chen, Eric M. Jackson, et Donald C. Hambrick. 2010. « How Much Prestige Is Enough? Assessing the Value of Multiple Types of High-Status Affiliates for Young Firms ». *Journal of Business Venturing* 25 (1): 6- 23.
459. Pope, Peter F. 2010. « Bridging the Gap between Accounting and Finance ». *The British Accounting Review* 42 (2): 88- 102.
460. Prasad, Dev, Garry D. Bruton, et George Vozikis. 2000. « Signaling Value to Businessangels: The Proportion of the Entrepreneur’s Net Worth Invested in a New Venture as a Decision Signal ». *Venture Capital* 2 (3): 167- 82.
461. Rao, Akshay R., Lu Qu, et Robert W. Ruekert. 1999. « Signaling Unobservable Product Quality through a Brand Ally ». *Journal of Marketing Research* 36 (2): 258- 68.
462. Rea, Robert H. 1989. « Factors Affecting Success and Failure of Seed Capital/Start-up Negotiations ». *Journal of Business Venturing* 4 (2): 149- 58.

- 463.Reid, Gavin, et Julia Smith. 2005. « Venture Capital Investor Behaviour in the Backing of UK High Technology Firms: Financial Reporting and the Level of Investment ».
- 464.Rindova, Violina P., Antoaneta P. Petkova, et Suresh Kotha. 2007. « Standing out: How New Firms in Emerging Markets Build Reputation ». *Strategic Organization* 5 (1): 31- 70.
- 465.Rindova, Violina P., Ian O. Williamson, Antoaneta P. Petkova, et Joy Marie Sever. 2005. « Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation ». *Academy of Management Journal* 48 (6): 1033- 49.
- 466.Riquelme, Hernan, et Tudor Rickards. 1992. « Hybrid Conjoint Analysis: An Estimation Probe in New Venture Decisions ». *Journal of Business Venturing*, Special International Issue, 7 (6): 505- 18.
- 467.Robinson, Peter B., et Edwin A. Sexton. 1994. « The Effect of Education and Experience on Self-Employment Success ». *Journal of Business Venturing* 9 (2): 141- 56.
- 468.Robinson, Richard B. 1987. « Emerging Strategies in the Venture Capital Industry ». *Journal of Business Venturing* 2 (1): 53- 77.
- 469.Roma, Paolo, Maria Vasi, et Christos Kolympiris. 2021. « On the Signaling Effect of Reward-Based Crowdfunding: (When) Do Later Stage Venture Capitalists Rely More on the Crowd than Their Peers? » *Research Policy* 50 (6): 104267.
- 470.Roper, Stephen, et Jonathan M. Scott. 2009. « Perceived Financial Barriers and the Start-up Decision: An Econometric Analysis of Gender Differences Using GEM Data ». *International Small Business Journal* 27 (2): 149- 71.
- 471.Ross, Stephen A. 1973. « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem ». *The American Economic Review* 63 (2): 134- 39.
- 472.Roure, Juan B., et Robert H. Keeley. 1990. « Predictors of Success in New Technology Based Ventures ». *Journal of Business Venturing* 5 (4): 201- 20.
- 473.Roure, Juan B., et Modesto A. Maidique. 1986. « Linking Prefunding Factors and High-Technology Venture Success: An Exploratory Study ». *Journal of Business Venturing* 1 (3): 295- 306.
- 474.Sahlman, William A. 1990. « The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations ». *Journal of Financial Economics* 27 (2): 473- 521.

475. Salamzadeh, Aidin, et Hiroko Kawamorita. 2015. « Startup Companies: Life Cycle and Challenges ».
476. ———. 2017. « The Enterprising Communities and Startup Ecosystem in Iran ». *Journal of Enterprising Communities People and Places in the Global Economy* 11 (juin): xx- xx.
477. Sale, Joanna E. M., Lynne H. Lohfeld, et Kevin Brazil. 2002. « Revisiting the Quantitative-Qualitative Debate: Implications for Mixed-Methods Research ». *Quality and Quantity* 36 (1): 43- 53.
478. Sandberg, William R., David M. Schweiger, et Charles W. Hofer. 1989. « The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalists' Decision Processes ». *Entrepreneurship Theory and Practice* 13 (2): 8- 20.
479. Sanyal, Paroma, et Catherine L. Mann. 2010. « The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics ». Working Paper 10- 17. Working Papers. <https://www.econstor.eu/handle/10419/55565>.
480. Sapienza, Harry J. 1992. « When Do Venture Capitalists Add Value? » *Journal of Business Venturing* 7 (1): 9- 27.
481. Sapienza, Harry J., et Anil K. Gupta. 1994. « Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction ». *The Academy of Management Journal* 37 (6): 1618- 32.
482. Sapienza, Harry J., Sophie Manigart, et Wim Vermeir. 1996. « Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries ». *Journal of Business Venturing* 11 (6): 439- 69.
483. Sapienza, Harry J., et Jeffry A. Timmons. 1989. « The Roles of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance? » *Academy of Management Proceedings* 1989 (1): 74- 78.
484. Scheela, William, et Nguyen Van Dinh. 2004. « Venture capital in a transition economy: The case of Vietnam ». *Venture Capital* 6 (4): 333- 50.
485. Scheela, William, Edmundo Isidro, Thawatchai Jittrapanun, et Nguyen Thi Thu Trang. 2015. « Formal and Informal Venture Capital Investing in Emerging Economies in Southeast Asia ». *Asia Pacific Journal of Management* 32 (3): 597- 617.
486. Schefczyk, Michael, et Torsten J Gerpott. 2001. « Qualifications and Turnover of Managers and Venture Capital-Financed Firm Performance: An Empirical Study of German Venture Capital-Investments ». *Journal of Business Venturing* 16 (2): 145- 63.

487. Schepanski, Tubbs, et Grimlund. 1992. « Issues of concern regarding within- and between-subjects designs in behavioural accounting research. » *Journal of Accounting Literature*, 121- 50.
488. Schoonhoven, Claudia B. 2015. « Liability of Newness ». In *Wiley Encyclopedia of Management*, 1- 5. American Cancer Society.
489. Schoonhoven, Claudia Bird, Kathleen M. Eisenhardt, et Katherine Lyman. 1990. « Speeding Products to Market: Waiting Time to First Product Introduction in New Firms ». *Administrative Science Quarterly* 35 (1): 177- 207.
490. Schwartz, Eleanor Brantley. 1976. « Entrepreneurship: A New Female Frontier ». *Journal of Contemporary Business* 5 (1): 47- 76.
491. Seibert, Scott E., Maria L. Kraimer, et Robert C. Liden. 2001. « A Social Capital Theory of Career Success ». *The Academy of Management Journal* 44 (2): 219- 37.
492. Shane, Scott, et Daniel Cable. 2002. « Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures ». *Management Science* 48 (3): 364- 81.
493. Shane, Scott, et Rakesh Khurana. 2003. « Bringing Individuals Back in: The Effects of Career Experience on New Firm Founding ». *Industrial and Corporate Change* 12 (3): 519- 43.
494. Shane, Scott, et Toby Stuart. 2002. « Organizational Endowments and the Performance of University Start-ups ». *Management Science* 48 (1): 154- 70.
495. Shepherd, Dean A. 1999. « Venture Capitalists' Introspection: A Comparison of "In Use" and "Espoused" Decision Policies ». *Journal of Small Business Management* 37 (2): 76.
496. Shepherd, Dean A., et Evan J. Douglas. 1999. *Attracting Equity Investors*. SAGE.
497. Shepherd, Dean A, Evan J Douglas, et Mark Shanley. 2000. « New Venture Survival: Ignorance, External Shocks, and Risk Reduction Strategies ». *Journal of Business Venturing* 15 (5): 393- 410.
498. Shepherd, Dean A., et Andrew Zacharakis. 1999. « Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists ». *Venture Capital* 1 (3): 197- 217.
499. ———. 2018. « Conjoint Analysis: A Window of Opportunity for Entrepreneurship Research ». In *Reflections and Extensions on Key Papers of the First Twenty-Five Years of Advances*, édité par Jerome A. Katz et Andrew C. Corbett, 20:149- 83. *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth*. Emerald Publishing Limited.

500. Shepherd, Dean A., Andrew Zacharakis, et Robert A. Baron. 2003. « VCs' Decision Processes: Evidence Suggesting More Experience May Not Always Be Better ». *Journal of Business Venturing* 18 (3): 381- 401.
501. Shevlin, Terry. 1996. « The Value-Relevance of Nonfinancial Information: A Discussion ». *Journal of Accounting and Economics*, Conference Issue on Contemporary Financial Reporting Issues, 22 (1): 31- 42.
502. Shvets, G. 2018. « Startup as a New of Business Line ». *REPORTER OF THE PRIAZOVSKIYI STATE TECHNICAL UNIVERSITY* 35: 7.
503. Sievers, Soenke, Christopher F. Mokwa, et Georg Keienburg. 2013. « The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms ». *European Accounting Review* 22 (3): 467- 511.
504. Silva, Jorge. 2004. « Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation ». *Venture Capital* 6 (2- 3): 125- 45.
505. Simon, Herbert A. 1991. « Bounded Rationality and Organizational Learning ». *Organization Science* 2 (1): 125- 34.
506. Skaleckii, Egor Vasilevich, Artur Rubikovich Nagapetyan, Jakhongir Khalimovich Khamdamov, et Anton Sergeevich Glupak. 2016. « Problems of Surviving and Growth of New Ventures: Literature Review ». *Mediterranean Journal of Social Sciences* 7 (2): 5.
507. Skinner, Douglas J. 2008. « Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations ». *Accounting and Business Research* 38 (3): 191- 204.
508. Smit, Julius. 2008. « How Do Venture Capitalists Use Investment Criteria in the Decision Making Process of Funding a Startup? »
509. Smith, Julia A., et Renzo Cordina. 2014. « The Role of Accounting in High-Technology Investments ». *The British Accounting Review* 46 (3): 309- 22.
510. Söderblom, Anna, Mikael Samuelsson, Johan Wiklund, et Rickard Sandberg. 2015. « Inside the Black Box of Outcome Additionality: Effects of Early-Stage Government Subsidies on Resource Accumulation and New Venture Performance ». *Research Policy* 44 (8): 1501- 12.
511. Song, Michael, Ksenia Podoyntsina, Hans Van Der Bij, et Johannes I. M. Halman. 2008. « Success Factors in New Ventures: A Meta-Analysis* ». *Journal of Product Innovation Management* 25 (1): 7- 27.
512. Spence, Michael. 1973. « Job Market Signaling ». *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355- 74. <https://doi.org/10.2307/1882010>.

- 513.———. 2002. « Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets ». *American Economic Review* 92 (3): 434- 59.
- 514.Stam, Erik. 2015. « Entrepreneurial Ecosystems and Regional Policy: A Sympathetic Critique ». *European Planning Studies* 23 (9): 1759- 69.
- 515.Stewart, T.A. 1991. « Brainpower: How Intellectual Capital Becoming America's Most Valuable Asset ». *Fortune* 2, 44- 60.
- 516.Stiglitz, Joseph E. 2000. « The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics ». *The Quarterly Journal of Economics* 115 (4): 1441- 78.
- 517.Stiglitz, Joseph E., et Andrew Weiss. 1981. « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information ». *The American Economic Review* 71 (3): 393- 410.
- 518.Stuart, Robert, et Pier A. Abetti. 1987. « Start-up Ventures: Towards the Prediction of Initial Success ». *Journal of Business Venturing* 2 (3): 215- 30.
- 519.Stuart, Toby E., Ha Hoang, et Ralph C. Hybels. 1999. « Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures ». *Administrative Science Quarterly* 44 (2): 315- 49.
- 520.Sweeting, R. C. 1991. « Early-Stage New Technology-Based Businesses: Interactions with Venture Capitalists and the Development of Accounting Techniques and Procedures ». *The British Accounting Review* 23 (1): 3- 21.
- 521.Tadelis, Steven. 1999. « What's in a Name? Reputation as a Tradeable Asset ». *American Economic Review* 89 (3): 548- 63. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.548>.
- 522.Tamoor, T. 2013. « Start-Up Financing ». In , 1- 16. Enschede, The Netherlands.
- 523.Tashakkori, Abbas, et Charles Teddlie. 1998. *Mixed Methodology: Combining Qualitative and Quantitative Approaches*. Thousand Oaks, Calif.: Sage.
- 524.Teece, David J. 1996. « Firm Organization, Industrial Structure, and Technological Innovation ». *Journal of Economic Behavior & Organization* 31 (2): 193- 224.
- 525.Timmons, Jeffrey A., et William D. Bygrave. 1986. « Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth ». *Journal of Business Venturing* 1 (2): 161- 76.
- 526.Tomassetti, Alan J., Reeshad S. Dalal, et Seth A. Kaplan. 2016. « Is policy capturing really more resistant than traditional self-report techniques to socially desirable responding? » *Organizational Research Methods* 19 (2): 255- 85.
- 527.Tripathi, Nirnaya, et Markku Oivo. 2020. « The Roles of Incubators, Accelerators, Co-Working Spaces, Mentors, and Events in the Startup Development Process ». In

- Fundamentals of Software Startups: Essential Engineering and Business Aspects*, édité par Anh Nguyen-Duc, Jürgen Münch, Rafael Prikladnicki, Xiaofeng Wang, et Pekka Abrahamsson, 147- 59. Cham: Springer International Publishing.
- 528.Tripathi, Nirnaya, Pertti Seppänen, G Boominathan, Markku Oivo, et Kari Liukkunen. 2018. « Insights into Startup Ecosystems through Exploration of Multi-vocal Literature ». *Information and Software Technology* 105 (août).
- 529.Tsai, Stephen D H, et Tzu-Tang Lan. 2016. « Development of a Startup Business — A Complexity Theory Perspective ».
- 530.Tumasjan, Andranik, Reiner Braun, et Barbara Stolz. 2021. « Twitter Sentiment as a Weak Signal in Venture Capital Financing ». *Journal of Business Venturing* 36 (2): 106062.
- 531.Tyebjee, Tyzoon, et Albert Bruno. 1984. « A Model of Venture Capital Activity ». *Management Science* 30 (9): 1051- 66. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.9.1051>.
- 532.Tyebjee, Tyzoon T., et Albert V. Bruno. 1984. « A Model of Venture Capitalist Investment Activity ». *Management Science* 30 (9): 1051- 66.
- 533.Tykvová, Tereza. 2000. « What do economists tell us about venture capital contracts? »
- 534.Ueda, Masako. 2004. « Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation ». *The Journal of Finance* 59 (2): 601- 21.
- 535.Valdez, Jude. 1988. « The entrepreneurial ecosystem : toward a theory of new firm formation ». *SMALL BUSINESS INSTITUTE DIRECTOR'S ASSOCIATION (SBIDA)*, 102- 13.
- 536.Venkataraman, S., Andrew H. Van De Ven, Jeanne Buckeye, et Roger Hudson. 1990. « Starting up in a Turbulent Environment: A Process Model of Failure among Firms with High Customer Dependence ». *Journal of Business Venturing* 5 (5): 277- 95.
- 537.Vulkan, Nir, Thomas Åstebro, et Manuel Fernandez Sierra. 2016. « Equity Crowdfunding: A New Phenomena ». *Journal of Business Venturing Insights* 5 (juin): 37- 49.
- 538.Wetzel, W. 1987. « The informal venture capital market: aspects of scale and market efficiency ». *J. Bus. Venturing*, 1987.
- 539.Wilkins, Jeff, Bert van Wegen, et Robert de Hoog. 1997. « Understanding and Valuing Knowledge Assets: Overview and Method ». *Expert Systems with Applications, Knowledge management*, 13 (1): 55- 72.

540. Wirtz, Peter. 2011. « Beyond Agency Theory: Value Creation and the Role of Cognition in the Relationship Between Entrepreneurs and Venture Capitalists ». In *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*, édité par Rassoul Yazdipour, 31- 43. New York, NY: Springer.
541. Woo, Carolyn Y., et Arnold C. Cooper. 1981. « Strategies of Effective Low Share Businesses ». *Strategic Management Journal* 2 (3): 301- 18.
542. Wright, Mike, Ken Robbie. 1998. « Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis ». *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (5- 6): 521- 70.
543. Wright, Mike, Andy Lockett, et Sarika Pruthi. 2002. « Internationalization of Western Venture Capitalists into Emerging Markets: Risk Assessment and Information in India ». *Small Business Economics* 19 (1): 13- 29.
544. Wright, Mike, et Ken Robbie. 1996. « Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information ». *Accounting and Business Research* 26 (2): 153- 68.
545. Yli-Renko, Helena, Erko Autio, et Harry J. Sapienza. 2001. « Social Capital, Knowledge Acquisition, and Knowledge Exploitation in Young Technology-Based Firms ». *Strategic Management Journal* 22 (6/7): 587- 613.
546. Yvonne Feilzer, Martina. 2010. « Doing Mixed Methods Research Pragmatically: Implications for the Rediscovery of Pragmatism as a Research Paradigm ». *Journal of Mixed Methods Research* 4 (1): 6- 16.
547. Zacharakis, Andrew L, Jeffery S McMullen, et Dean A Shepherd. 2007. « Venture Capitalists' Decision Policies across Three Countries: An Institutional Theory Perspective ». *Journal of International Business Studies* 38 (5): 691- 708.
548. Zacharakis, Andrew L, et G. Dale Meyer. 1998. « A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process? » *Journal of Business Venturing* 13 (1): 57- 76.
549. ———. 2005. « A Non-additive Decision-aid for Venture Capitalists' Investment Decisions ». *European Journal of Operational Research* 162 (3): 673- 89.
550. Zhang, Jing, Pek-hooi Soh, et Poh-kam Wong. 2010. « Entrepreneurial Resource Acquisition through Indirect Ties: Compensatory Effects of Prior Knowledge ». *Journal of Management* 36 (2): 511- 36.
551. Zhang, Lili, Ying Guo, et Ganlu Sun. 2019. « How Patent Signals Affect Venture Capital: The Evidence of Bio-Pharmaceutical Start-Ups in China ». *Technological Forecasting and Social Change* 145 (août): 93- 104.

- 552.Zhang, Yan, et Margarethe F. Wiersema. 2009. « Stock Market Reaction to CEO Certification: The Signaling Role of CEO Background ». *Strategic Management Journal* 30 (7): 693- 710.
- 553.Zheng, Yanfeng, Jing Liu, et Gerard George. 2010. « The Dynamic Impact of Innovative Capability and Inter-Firm Network on Firm Valuation: A Longitudinal Study of Biotechnology Start-Ups ». *Journal of Business Venturing* 25 (6): 593- 609.
- 554.Zhou, Haibo, Philipp G. Sandner, Simon Luca Martinelli, et Joern H. Block. 2016. « Patents, Trademarks, and Their Complementarity in Venture Capital Funding ». *Technovation* 47 (janvier): 14- 22.
- 555.Zider, B. 1998. « How Venture Capital Works ». *Harvard Business Review* 76 (6): 131- 39.
- 556.Zimmerman, Monica A., et Gerald J. Zeitz. 2002. « Beyond Survival: Achieving New Venture Growth by Building Legitimacy ». *The Academy of Management Review* 27 (3): 414- 31.

2.3. Articles de colloques

- 557.Cervantes, Ruy, et Bonnie Nardi. 2012. « Building a Mexican startup culture over the weekends ».
- 558.Cichosz, Marzenna. 2021. « Logistics Startups and Logistics Service Providers: Competitors or Partners in Exploration? » In *Transport Development Challenges in the 21st Century*, édité par Michal Suchanek, 1-11. Springer Proceedings in Business and Economics. Cham: Springer International Publishing.
- 559.Cukier, Daniel, Fabio Kon, et Thomas Lyons. 2016. « Software Startup Ecosystems Evolution - The New York City Case Study ».
- 560.FREEAR, J, J.E SOHL, et JR WETZEL. 1991. « The Informal Venture Capital Market in the Year 2000 ».
- 561.Reisdorfer-Leite, Bernardo, Michele Marcos de Oliveira, Marcelo Rudek, Anderson Luis Szejka, et Osiris Canciglieri Junior. 2020. « Startup Definition Proposal Using Product Lifecycle Management ». In *Product Lifecycle Management Enabling Smart X*, édité par Felix Nyffenegger, José Ríos, Louis Rivest, et Abdelaziz Bouras, 426- 35. IFIP Advances in Information and Communication Technology. Cham: Springer International Publishing.
- 562.Ryu, Sunghan, et Keongtae Kim. 2016. « Crowdfunding Success as a Quality Signal to Venture Capital ». In *AMCIS 2016: Surfing the IT Innovation Wave - 22nd Americas Conference on Information Systems*. Association for Information Systems.

2.4. Thèses et Mémoires

563. Gimmon, Eli. 2006. « Founder's Human Capital and High Technology New Venture Survivability ». Glasgow: University of Strathclyde.
564. Lindqvist, Caroline, et Dusjan Mijovski. 2012. « Does agency theory or stewardship theory apply to the venture capitalist - entrepreneur relationship ? » Suède: Goteborgs University.
565. Njubi, Tabitha Waithira. 2018. « FACTORS THAT INFLUENCE VENTURE CAPITALIST'S DECISION IN ».
566. Poindexter, J.B. 1976. « The efficiency of financial markets: The venture capital case. » New York: New York University.
567. Wells. 1974. « Venture capital decision making ». Pittsburgh: Carnegie Mellon University.

2.5. Articles de presses et sites internet

568. Baldrige, Rebecca, et Benjamin Curry. 2021. « What Is A Startup? » Forbes Advisor. 2 mars 2021. <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/>.
569. Bindi, Tasnuva. 2015. « Drop the Hyphen. It's Startup. » Startup Daily. 21 mai 2015. <https://www.startupdaily.net/2015/05/drop-hyphen-startup/>.
570. CHAMBER OF COMMERCE Luxembourg. EUROPEAN STARTUP MONITOR SURVEY 2019. (2019). Disponible sur : <https://www.cc.lu/actualites/detail/european-startup-monitor-survey-2019/> (consulté le 4 septembre 2020).
571. Magalhães, Rui Pedro Campos. 2019. « What Is a Startup? : A Scoping Review on How the Literature Defines Startup ». <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/28571>.
572. StartupBlink. (2022). Disponible sur : <https://www.startupblink.com/> (consulté le 20 juillet 2022).

2.6. Rapports

573. AVCA. 2022. Venture Capital In Africa Report - April 2023. Disponible sur : https://www.avca.africa/media/m3db4yt0/02175-avca-vc-report-2023_4-final-1.pdf (consulté le 27/06/2023).
574. Boyarchenko, Svetlana. 2021. « Life Cycle of Startup Financing ». SSRN Scholarly Paper ID 3835495. Rochester, NY: Social Science Research Network.

575. Burt, Ronald S. 1992. « Structural Holes: The Social Structure of Competition ». SSRN Scholarly Paper ID 1496205. Rochester, NY: Social Science Research Network.
576. Chemla, Gilles, et Katrin Tinn. 2018. « Learning Through Crowdfunding ». SSRN Scholarly Paper ID 2796435. Rochester, NY: Social Science Research Network.
577. DeGennaro, Ramon P. 2009. « Angel Investors: Who They Are and What They Do: Can I Be One, Too? ». SSRN Scholarly Paper ID 1462551. Rochester, NY: Social Science Research Network.
578. Doing Business. (2020). Economy profile of Algeria. Disponible sur : <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/a/algeria/DZA.pdf> (consulté le 28/04/2022)
579. Ehsan, Zaeem-Al. 2021. « Defining a Startup - A Critical Analysis ». SSRN Scholarly Paper ID 3823361. Rochester, NY: Social Science Research Network.
580. Fenn, George W., J. Nellie Liang, et Stephen D. Prowse. 1995. « The economics of the private equity market ». Staff Studies 168. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). <https://econpapers.repec.org/paper/fipfedgss/168.htm>.
581. Graham, Stuart J. H., Robert P. Merges, Pamela Samuelson, et Ted M. Sichelman. 2009. « High Technology Entrepreneurs and the Patent System: Results of the 2008 Berkeley Patent Survey ». SSRN Scholarly Paper ID 1429049. Rochester, NY: Social Science Research Network.
582. Graham, Stuart J. H., et Ted M. Sichelman. 2008. « Why Do Start-Ups Patent? ». SSRN Scholarly Paper ID 1121224. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=1121224>.
583. Herte, Anamaria Diana. 2017. « SMEs and Start-Ups. Importance and Support Policies in European Union and Romania ». 84174. *MPRA Paper*. MPRA Paper. University Library of Munich, Germany. <https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/84174.html>.
584. Hurel, F. 1999. « Start-up en France, des mythes aux réalités ». Collection ZOOMS. France.
585. KPMG Private Enterprise. (2018) Venture Pulse Q4 2018 - Global analysis of venture funding. Disponible sur : <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/01/kpmg-venture-pulse-q4-2018.pdf> (consulté le 20 mai 2021).

- 586.KPMG Private Entreprise. (2020). Venture Pulse Q4 2020 - Global analysis of venture funding. Disponible sur : <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/01/venture-pulse-q4-2020-report-europe.pdf> (consulté le 5 octobre 2021).
- 587.KPMG Private Entreprise. (2021). Venture Pulse Q4 2021 - Global analysis of venture funding. Disponible sur : <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2022/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (consulté le 31/07/2022).
588. KPMG Private Entreprise. (2022). VenturePulse Q4 2022 - Global analysis of venture funding. Disponible sur : <https://home.kpmg/xx/en/home/campaigns/2023/01/q4-venture-pulse-report-global.html> (consulté le 22/01/2023).
- 589.Kuppuswammy, Venkat, et Kathy Roth. 2016. « Research on the Current State of Crowdfunding: The Effect of Crowdfunding Performance and Outside Capital ». U.S. Small Business Administration.
- 590.Mann, Ronald J., et Thomas W. Sager. 2007. « Patents, Venture Capital, and Software Start-Ups ». SSRN Scholarly Paper ID 802806. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=802806>.
- 591.Nanda, Ramana. 2008. « Cost of External Finance and Selection into Entrepreneurship ». *SSRN Electronic Journal*, février.
- 592.Peltzman, Sam. 1977. « The Gains and Losses From Industrial Concentration ». w0163. National Bureau of Economic Research.
- 593.RUDDEN, J. (2021). Venture capital worldwide - statistics & facts. Disponible sur : <https://www.statista.com/topics/4724/venture-capital-worldwide/> (consulté le 31 juillet 2022).
- 594.Söderblom, Anna, et Mikael Samuelsson. 2014. « Sources of capital for innovative startup firms: an empirical study of the Swedish situation ». Stockholm: Entreprenörskapsforum.
- 595.Works, R. 2014. « Differentiating Our Startup Ecosystem: Virginia the New Leader in Entrepreneurship ». http://www.richmondeda.org/LinkClick.aspx?fileticket=mOjBZ95p_c8%3D&portalid=0.
- 596.Zacharakis, Andrew, et Dean Shepherd. 2001. « The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making ». SSRN Scholarly Paper ID 1511009. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=1511009>.

3. Références bibliographiques en arabe

3.1. Articles de revues

597. atamnia, amina, et manel belabed. 2021. « المؤسسات الناشئة في الجزائر بين جهود التنظيم وهياكل الدعم ». *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية* 7 (3): 357-72.
598. Bamhammed, nafissa, kamel Berbaoui, et Mostapha Benchellate. 2021. « حاضنات الأعمال كآلية مستحدثة لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر - الواقع والتحديات- ». *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية* 7 (3): 232-46.
599. Bellaama, Asma, et Nouredine Kerrouche. 2021. « حاضنات الاعمال كدعامة لمرافقة المؤسسات الناشئة بالجزائر - دراسة حالة حاضنة أعمال جامعة المسيلة- ». *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية* 7 (3): 201-16.
600. Boudali, Mokhtar. 2020. « إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر ». *مجلة إقتصاد المال والأعمال* 5 (2): 291-306.
601. Kebieche, Mahmoud, Abdelrazak Larioui, et Mohamed Himrane. 2021. « النموذج الامثل ». *Beam Journal of Economic Studies* 5 (1): 145- 64.
602. Makhoulf, kamel, et Samir Chihani. 2021. « قراءة في القانون التونسي للمؤسسات الناشئة، من أجل إصدار قانون جزائري ناجع لها ». *مجلة العلوم القانونية و السياسية* 12 (1): 404-21.
603. Ould safi, Othman, et mustapha Larabi. 2021. « التحديات التي تواجه المؤسسات الناشئة في الجزائر و آليات دعمها و مرافقتها ». *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية* 7 (3): 469-83.

Annexes

Liste des annexes

Annexe 1 : Organisation interne de l'administration centrale du ministère de la micro entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance.

Annexe 2 : Représentation détaillée d'un business plan ou plan de développement.

Annexe 3 : Lettre d'introduction et questionnaire à administrer aux start-up labellisées.

Annexe 4 : Exemple de cas d'un exercice de capture de politiques.

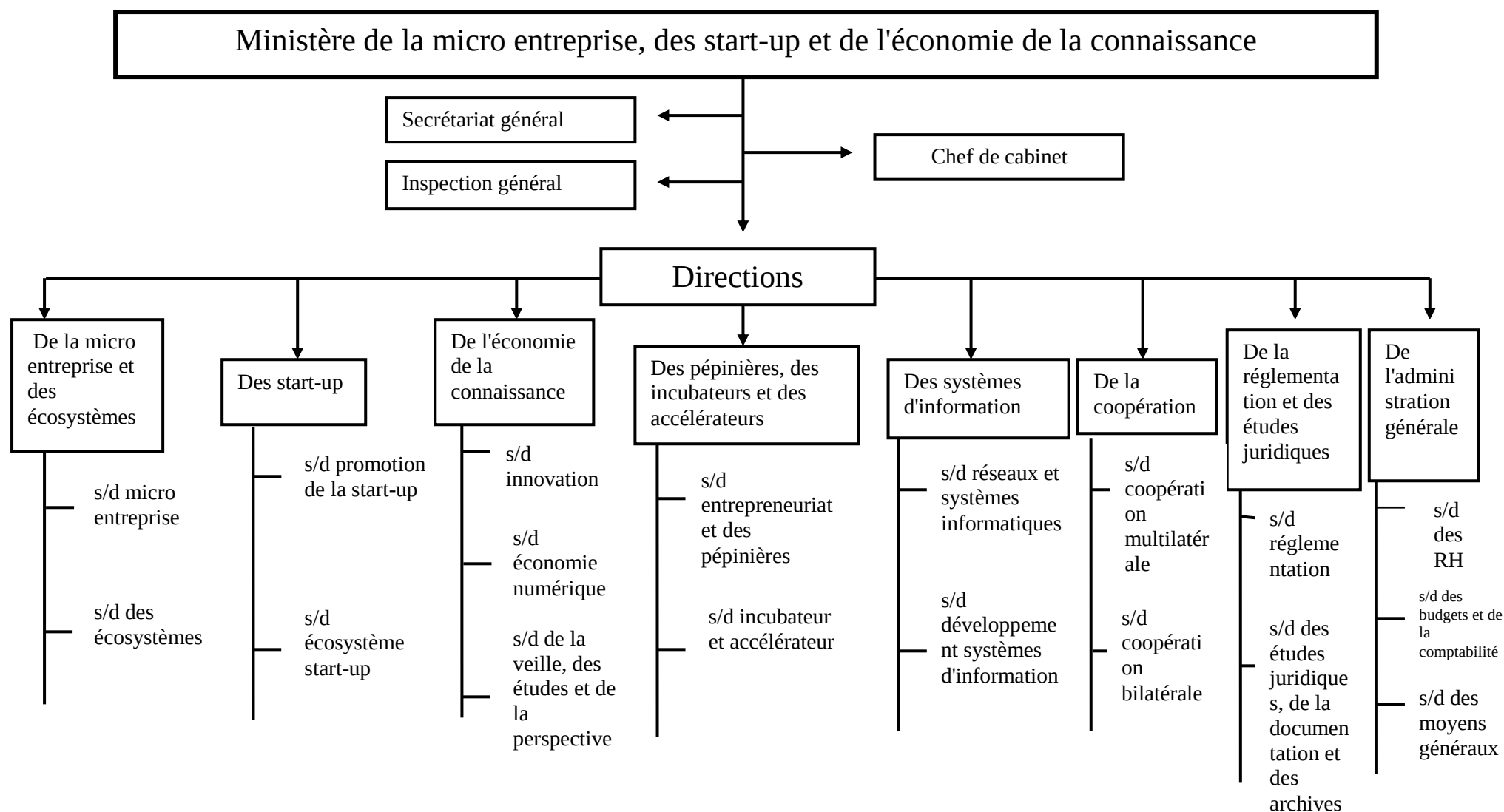
Annexe 5 : Expression des besoins financiers de la start-up.

Annexe 6 : Guide d'entretien de l'étude qualitative.

Annexe 7 : Questionnaire complémentaire à l'entretien.

Annexe 8 : Réponse défavorable type de l'ASF à une demande de financement.

Annexe 1 : Organisation interne de l'administration centrale du ministère de la micro entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance.



Source : Décret exécutif n°20-55 du 25 février 2020 portant organisation de l'administration centrale du ministère de la micro entreprise, des start-up et de l'économie de la connaissance.

Annexe 2 : Représentation détaillée d'un business plan ou plan de développement.

Éléments	Détails
1. Table des matières	
2. Résumé	Il s'agit d'un résumé concis et incisif de la stratégie développée dans le reste du document. Il revêt donc une importance majeure dans le sens où s'il ne convient pas, le capital-risqueur peut abandonner la lecture. Pour convaincre, le projet, l'équipe dirigeante, les avantages concurrentiels, le marché, la compétition, les besoins de financement, la répartition du contrôle du capital, et les emplois pour les fonds nouveaux doivent être particulièrement détaillés dans le cadre de ce résumé.
3. Société, activités, produits et type d'affaires	La genèse de la société, les segments de marché et les produits.
4. L'équipe dirigeante et les dirigeants	Les profils professionnels des individus, historique de l'équipe et ses caractéristiques distinctives, parts du capital détenues par les dirigeants.
5. Avantages concurrentiels, différenciation des produits, contrôle de la technologie	Ici il y a lieu de préciser la différenciation de la concurrence ainsi que la concurrence indirecte à anticiper, les motifs justificatifs de l'obtention future de parts de marché significatives et des marges élevées.
6. Le marché domestique	Conclusions sur la demande, l'offre, ainsi que sur les caractéristiques des produits et leurs prix.
7. Le marché international	Conclusions sur la demande et l'offre et la place qu'occupera le nouveau produit au sein de ce marché.
8. La stratégie globale de l'équipe, les objectifs, le calendrier	À ce niveau sont précisés les objectifs de la société et la stratégie pour les atteindre.
9. Les risques principaux et le plan de contingence	Il y a lieu d'indiquer ici les facteurs qui peuvent changer le cours de développement de la société. Afin d'éviter de semer le doute dans l'esprit du prêteur, il est recommandé de mettre en avant la flexibilité de l'équipe pour redresser le cap.
10. Les parts de marché	Les parts de marché projetées sur le marché domestique et international.
11. Les performances financières : le passé, le présent et le futur	Présentation synthétique des états financiers pour les trois années passées, s'il y a lieu et les trois prochaines années, avec les détails en annexe.
12. Le marketing	Détails concernant les prix, la promotion et la distribution.
13. La production	Détails sur le choix de la production ou de la

	sous-traitance, la protection de la technologie.
14. Besoins de financement	Ici sont indiqués les sources de financements passées, actuelles et proposées et le contrôle du capital ainsi que le calendrier d'utilisation des fonds.
Annexes	Brochures de présentation des produits, curriculum vitae complets, et tous les autres détails significatifs mais non vitaux pour une présentation concise.

Source : Depuis Bessis Joël. 1988. *Capital-risque et financement des entreprises*. Gestion Série Politique générale, finance et marketing. Paris: Economica. p118-119.

Annexe 3 : Lettre d'introduction et questionnaire à administrer aux start-up labellisées.

Fait à Beni yenni, le 24 novembre 2021.

BOUMENDIL Maçyl

Village Ait Lahcene Beni yenni Tizi Ouzou

macyl.boumendil@ummto.dz

À Monsieur le directeur général de l'ASF

Objet : Demande d'accès aux coordonnées relatives aux start-up labellisées.

Monsieur le directeur général

Je m'appelle BOUMENDIL Maçyl, je suis étudiant en 2^{ème} année doctorat spécialité finance d'entreprise à l'université Mouloud MAMMERI de Tizi Ouzou.

Dans le cadre de ma thèse, je travaille sur les déterminants du financement des start-up par les Sociétés de Capital Risque (SCR) en Algérie. Comme vous le savez, ces entreprises manquent d'antécédents financiers et leur seul moyen d'accéder à un financement est de signaler leur qualité.

L'examen de la littérature académique m'a permis d'identifier 34 déterminants susceptibles d'influencer la prise de décision des SCR.

Afin de déterminer les déterminants les plus saillants, je sollicite votre honneur afin de mettre à ma disposition les coordonnées (numéros de téléphone ou adresses e-mail) des start-up ayant sollicité un financement au niveau de votre organisme.

Les coordonnées ainsi collectées garderont un caractère strictement confidentiel et ne seront exploitées qu'à des fins académiques. Ainsi aucune mention dans le corps de la thèse ne sera faite quant à l'identité de ces start-up.

L'annexe ci-jointe à cette demande met en évidence les principales questions qui seront posées dans le cadre du questionnaire qui ciblera ces start-up.

Dans l'attente d'une réponse de votre part, veuillez accepter, monsieur le directeur général, l'expression de mes salutations les plus sincères.

L'intéressé

Annexe : Questionnaire à adresser aux start-up labellisées ayant sollicité un financement au niveau de l'ASF.

Dans le cadre de la réalisation d'une thèse de doctorat portant sur les déterminants du financement des start-up par les Sociétés de Capital Risque (SCR), nous vous prions de bien vouloir remplir ce questionnaire.

Nous vous informons que les données collectées par le biais de ce document garderont un caractère strictement confidentiel et ne seront utilisées qu'à des fins scientifiques.

1. Informations générales sur la start-up

- Domaine d'activité :
- Wilaya de rattachement :
- Année de création :

Nombre de fondateur (s) : ☐ Un seul ☐ deux ☐ Plus de deux

- Genre du ou des fondateurs : Homme (s) / Femme (s)

2. Informations relatives au(x) fondateur(s) de la start-up

- Avez-vous déjà créé une entreprise autre que cette start-up ou possédez-vous actuellement une entreprise autre que cette start-up ?

☐ Oui ☐ Non

- Si vous avez déjà créé une entreprise, cette expérience s'est-elle traduite par un succès ou un échec ?

☐ Succès ☐ Échec

- Si vous avez déjà créé une entreprise, son domaine d'activité a-t-il un lien avec celui de votre start-up actuelle ?

☐ Oui ☐ Non

- Avez-vous déjà travaillé en tant que salarié dans une entreprise ?

☐ Oui ☐ Non

Si Oui, nommez cette entreprise :

- Quel est votre niveau éducatif ?

☐	Primaire	
☐	Collège	
☐	Secondaire	
☐	Universitaire : Précisez	☐ Licence
		☐ Master
		☐ Doctorat

- Si votre start-up émane d'une initiative collective (plusieurs fondateurs), est-ce que des employés en dehors de cette équipe fondatrice gèrent des fonctions clés (marketing, finance, responsable de conception de produit ou de service) dans votre start-up ?

☐ Oui	☐ Non

- L'un de vos parents possède-t-il ou a-t-il déjà créé une entreprise ?

☐ Oui	☐ Non

3. Informations relatives à la performance de votre start-up

- Votre start-up a-t-elle déjà déposé une demande de brevet au niveau de l'Institut National Algérien de la Propriété Industrielle (INAPI) ou auprès d'une institution étrangère ?

☐ Oui	☐ Non

- Avez-vous déposé une marque au niveau de L'INAPI ?

☐ Oui	☐ Non

- Avez-vous conclu une alliance avec une grande entreprise ou une PME ?

☐ Oui	☐ Non

- Votre start-up exerce-t-elle à domicile ou dispose-t-elle d'un siège social indépendant de votre résidence ?

☐ Start-up exerce à domicile	☐ Start-up dispose d'un siège social

- Votre start-up a-t-elle développé un prototype ou un produit fonctionnel ?

☐ Oui	☐ Non

Exprimez votre degré de croyance dans votre start-up :/10.

- Avez-vous investi un pourcentage de votre richesse personnelle dans votre start-up ?

☐ Oui

☐ Non

Si oui, ce pourcentage est approximativement de quel ordre ?
.....%

- Avez-vous des relations dans le monde des affaires qui sont susceptibles de vous faciliter l'obtention d'un financement ?

☐ Oui

☐ Non

- Avez-vous des relations directes avec les individus qui exercent auprès des multiples sources de financement disponibles pour les start-up ?

☐ Oui

☐ Non

- Avez-vous obtenu une subvention financière de la part du gouvernement ?

☐ Oui

☐ Non

Si oui, désignez-la :

- Avez-vous obtenu un financement auprès d'un business angel ?

☐ Oui

☐ Non

Si oui, désignez-le :

- Avez-vous sollicité un financement auprès du fonds "Algerian start-up fund" ?

☐ Oui

☐ Non

- Si oui, avez-vous obtenu ce financement ?

☐ Oui

☐ Non

- Quel était le besoin de financement que vous avez exprimé au fonds ASF ?

☐ Inférieur à 1 000 000 DA

☐ Entre 1 000 000 et 1 999 999 DA

☐ Entre 2 000 000 et 20 000 000 DA

- Si vous avez obtenu un financement auprès du fonds ASF, quel était le montant obtenu ?

☐

Inférieur à 2 000 000 DA

☐

Entre 2 000 000 et 5 000 000 DA

☐

Supérieur à 5 000 000 DA

- Avez-vous appuyé vos demandes de financement auprès des multiples sources qui existent d'un plan d'entreprise ou business plan ?

☐

Oui

☐

Non

- Si vous avez eu recours au plan d'entreprise et que vous disposez d'un produit ou service avez-vous intégré des images de ces derniers dans votre plan d'entreprise ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous utilisé la couleur rouge dans votre plan d'entreprise ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous utilisé la couleur bleue dans votre plan d'entreprise ?

☐

Oui

☐

Non

- Votre start-up dispose-t-elle d'une trésorerie positive ?

☐

Oui

☐

Non

- Si Oui, avez-vous intégré des informations relatives à son montant dans votre plan d'entreprise ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous intégré dans votre plan d'entreprise, des informations relatives aux montants des dépenses de recherche et de développement ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous intégré dans votre plan d'entreprise, un tableau de compte de résultat ?

☐

Oui

☐

Non

- Votre start-up génère-t-elle des revenus ?

☐

Oui

☐

Non

- Si oui, avez-vous intégré dans le plan d'entreprise, des informations relatives à la génération des revenus ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous intégré dans votre plan d'entreprise, des informations relatives à la rentabilité financière attendue ?

☐

Oui

☐

Non

- Avez-vous intégré dans votre plan d'entreprise, des informations relatives au taux de rendement interne attendu ?

☐

Oui

☐

Non

- Votre start-up est-elle implantée sur un marché pionnier ?

☐

Oui

☐

Non

- Si vous souhaitez avoir un retour sur les résultats de cette étude et ainsi connaître les déterminants qui sont susceptibles d'influencer la prise de décision de financement au sein du fonds ASF, veuillez nous le préciser en cochant la case Oui afin que nous puissions vous soumettre les conclusions obtenues.

☐

Oui

☐

Non

Merci pour votre contribution.

Annexe 4 : Exemple de cas d'un exercice de capture de politiques.

Sur la base des informations fournies dans les cas ci-dessous, veuillez exprimer votre décision de financement.

N.B : On suppose que toutes les start-up présentées ci-dessous ont fait l'objet d'une labellisation auprès du ministère des start-up.

Cas 1 :

Une start-up ayant les caractéristiques suivantes se présente à vous pour une demande de financement :

La start-up a une trésorerie négative

Elle ne génère aucun revenu

A engagé des dépenses de R&D

A mis en évidence son TRI attendu

N'a pas déposé de demande de brevet

Dispose d'un produit prêt à être commercialisé

Le fondateur a un diplôme de doctorat

Le fondateur n'a aucune expérience de création d'entreprise

Décision de financement :

Oui Non

Cas 2 :

Une start-up ayant les caractéristiques suivantes se présente à vous pour une demande de financement :

La start-up a une trésorerie négative

Elle génère des revenus

A engagé des dépenses de R&D

N'a pas mis en évidence le TRI attendu

N'a pas déposé de demande de brevet

Dispose d'un produit prêt à être commercialisé

Le fondateur a le niveau primaire

Le fondateur a déjà créé une entreprise dans le passé

Décision de financement :

Oui Non

Cas 3 :

Une start-up ayant les caractéristiques suivantes se présente à vous pour une demande de financement :

Dispose d'une trésorerie positive

Elle génère des revenus

A engagé des dépenses de R&D

N'a pas mis en évidence le TRI attendu

N'a pas déposé de demande de brevet

Ne dispose pas d'un produit

Le fondateur a le niveau primaire

Le fondateur a déjà créé une entreprise dans le passé

Décision de financement :

Oui Non

Annexe 5 : Expression des besoins financiers de la start-up

Bilans de la start-up

Actif (en DZD)	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immobilisations incorporelles Immobilisations corporelles Immobilisations financières								
Total Actifs non courant								
Stock et encours Créances et emplois assimilés Clients Autres débiteurs Impôts et assimilés Disponibilités et assimilés Placements et autres actifs financiers courants Trésorerie actif								
Total Actifs courant								
Total Actifs								
Passif (en DZD)	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capital émis Capital non appelé Ecart de réévaluation Prime et réserves Résultat net Autres capitaux propres – report à nouveau								
Total Capitaux propres								
Emprunts et dettes financières Impôt différé passif Autres dettes non courantes Provisions et produits constatés d'avance								
Total Passifs non courants								
Fournisseurs et comptes rattachés Impôts Autres dettes Trésorerie passif								
Total Passifs courants								
Total Passifs								

Source : document interne à l'ASF.

Comptes de résultats de la start-up

(en DZD)	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventes et produits annexes Variation des stocks produits finis et en cours Production immobilisée Subvention d'exploitation								
Production de l'exercice								
Achats consommés Services extérieurs et autres consommations								
Consommation de l'exercice								
Valeur ajoutée d'exploitation Charges de personnel Impôts et taxes								
Excédent Brut d'Exploitation								
Autres produits opérationnels Autres charges opérationnelles Dotations aux amortissements, Provisions Reprise sur pertes de valeurs et provisions								
Résultat opérationnel								
Produits financiers Charges financières								
Résultat financier								
Résultat ordinaire avant impôt								
Impôt exigible sur résultat ordinaire Impôt différé sur résultat ordinaire Total des produits des activités ordinaires Total des charges des activités ordinaires								
Résultat net des activités ordinaires								
Éléments extraordinaires (produits) Éléments extraordinaires (charges)								
Résultat extraordinaire								
Résultat net de l'exercice								

Source : document interne à l'ASF.

Détermination des cash-flows de la start-up

(En DZD)	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Résultat net								
Amortissements								
Cash-flow								
Cash-flows actualisés								
Total cash-flows								
Investissement								
VAN								
TRI								

Source : document interne à l'ASF.

Flux de trésorerie de la start-up

(en DZD)	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Résultat net de l'exercice								
Ajustement pour :								
Amortissement et provisions								
Variations des impôts différés								
Variations des stocks								
Variation des clients et autres créances								
Variations des fournisseurs et autres dettes								
Plus ou moins-values de cession, nettes d'impôts								
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles (a)								
Décaissements sur acquisition d'immobilisations								
Encaissements sur cession d'immobilisations								
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement (b)								
Dividendes versés aux actionnaires								
Augmentation de capital/part ASF								
Augmentation de capital/ part start-up								
Injection en compte courant d'associé /ASF								
Remboursement ASF (en valeur nominale)								
Remboursement compte courant associé /ASF								
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement (c)								
Variation de trésorerie de la période (a+b+c)								
Trésorerie d'ouverture								

Trésorerie de clôture								
Variation de trésorerie								

Source : document interne à l'ASF.

Détail des investissements de la start-up

Liste des investissements HT en DZD	Prévisions					
	Quantités	2021	2022	2023	2024	2025
Location d'espace de travail						
Budget de communication						
Masse salariale						
....						
....						
....						
....						
Investissement global brut						
Amortissements cumulés						
Investissement global net						
Détail des financements de la start-up						

Source : document interne à l'ASF.

Détail chiffre d'affaires de la start-up

	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Quantité produit A								
Prix HT produit A								
Ventes produit A								
Quantité produit B								
Prix HT produit B								
Ventes produit B								
Chiffre d'affaires global								

Source : document interne à l'ASF.

Masse salariales de la start-up

	Réalizations			Prévisions				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Stagiaires								
Nombre d'employés								
Salaire annuel								
Masse salariale stagiaires								
Exécutants								
Nombres d'employés								
Salaire annuel								
Masse salariale exécutants								
Cadres								
Nombres d'employés								
Salaire annuel								
Masse salariale cadres								

Masse salariale totale								

Source : document interne à l'ASF.

Annexe 6 : Guide d'entretien de l'étude qualitative.

Introduction

Bonjour monsieur le directeur général, je m'appelle BOUMENDIL Maçyl, je suis doctorant en 3^{ème} année finance d'entreprise à l'université Mouloud MAMMERI de Tizi Ouzou. Ma thèse porte sur les déterminants du financement des start-up par les Sociétés de Capital Risque (SCR) en Algérie.

Avant de commencer cet entretien, je voudrais vous remercier d'avoir accepté de nous recevoir. Je tiens également à vous signaler que les informations recueillies via cet entretien ne seront utilisées que pour des fins académiques.

Questions introductives

- Contrairement aux 5 autres sociétés de capital investissement qui exercent en Algérie, l'ASF a spécialement été créé pour soutenir et accompagner les start-up labellisées. À ce niveau, comment définiriez-vous une start-up ?

-On fait généralement la distinction entre trois types de capital risque lorsque l'on aborde le volet de l'accompagnement des start-up :

- Le groupe de suivi rapproché;
- Le groupe de suivi modéré dont l'intervention se limite au temps de crise;
- Le groupe de laisser-faire.

Lequel de ces trois groupes correspond le plus à l'ASF ?

- Comme indiqué sur le site ASF.dz, vos services vont bien au-delà du financement.

Pouvez-vous quantifier le temps que vous consacrez à chaque start-up de votre portefeuille par semaine ou par an ?

- Selon l'origine des fonds d'une SCR, on tend à considérer trois types de SCR :

- **Captive** : ici la SCR est rattachée à des groupes financiers.
- **Semi-captive** : en plus d'être rattachée à un groupe financier, la SCR opère de manière indépendante.
- **Indépendante** : la SCR n'est rattachée à aucun organisme et lève ses fonds sur la base de ses performances antérieures.

Lequel de ces trois groupes correspond le plus à l'ASF ?

-Lors de la création de l'ASF en octobre 2020, le ministre délégué chargé des start-up a indiqué que l'ASF offre des financements allant de 1 millions à 20 millions de dinars. Sur quelle base ont été établis ces seuils d'intervention ?

-Le capital risque est généralement défini comme une prise de participation limitée dans le temps. Au bout de combien de temps surviendra le désinvestissement de l'ASF des start-up et quelle est la voie de sortie que vous envisagez de privilégier ?

Questions touchant au cœur du sujet de la thèse

- Les investissements de l'ASF se font au niveau de quelle phase du cycle de vie de la start-up ?

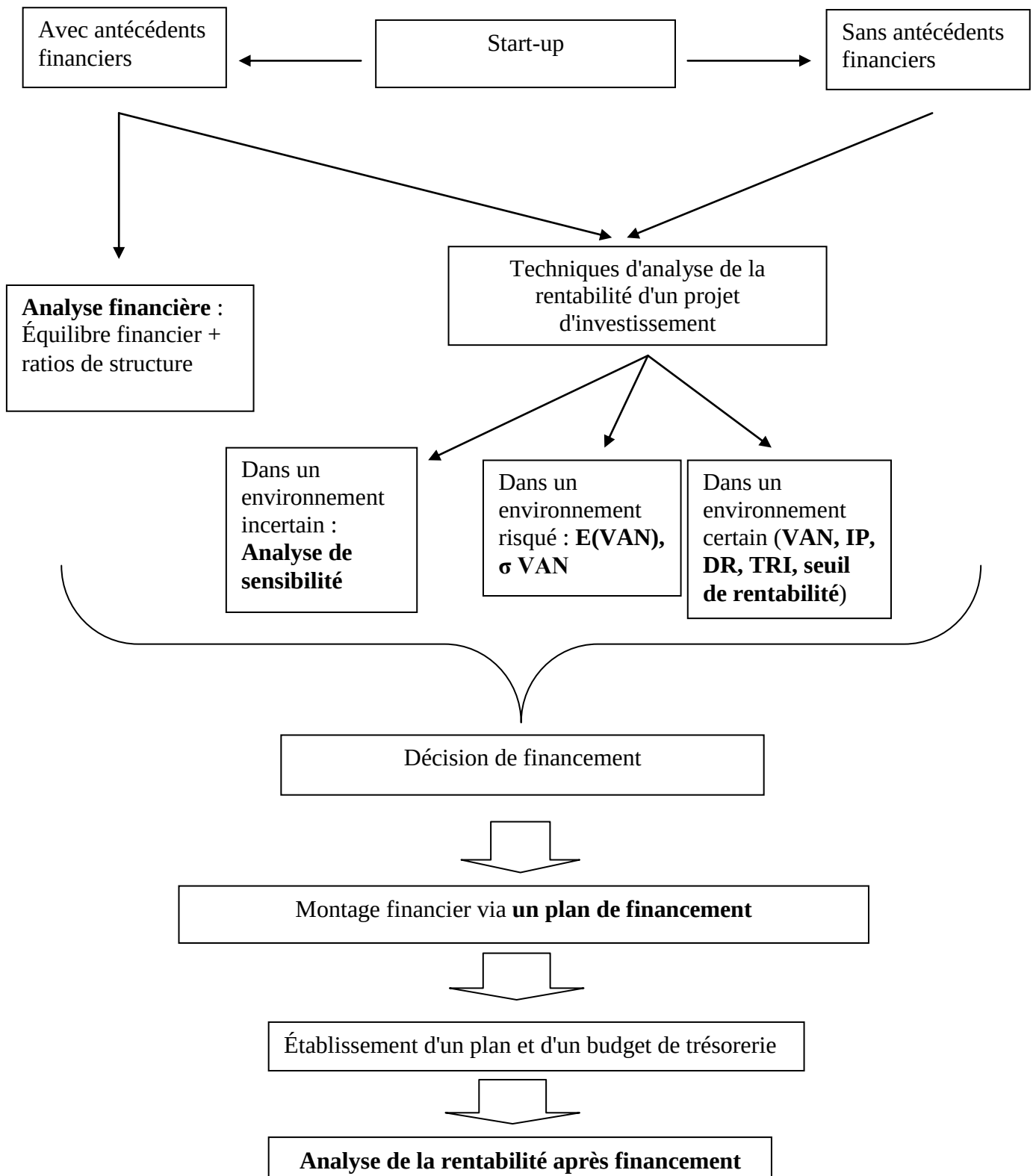
- Quelles sont les différentes étapes par lesquelles passe un dossier de demande de financement au niveau de votre SCR ?

- Quel est le nombre et le genre des membres qui composent le conseil d'investissement ?
- Quelle est la durée d'étude d'un dossier de demande de financement chez l'ASF ?

-Selon vous, quels sont les critères qui influencent la prise de décision de financement de l'ASF ?

- Le capital humain de l'entrepreneur (diplôme, expérience de création d'entreprise, expérience professionnelle) est-il important dans votre processus de prise de décision ?
- **Concernant les diplômes :** est-ce que vous privilégiez un certain niveau d'éducation et des domaines d'études précis ?
- **Concernant l'expérience de création d'entreprise :** Une expérience de création non réussie est-elle préjudiciable pour l'entrepreneur ?
- Le capital intellectuel (dépôt de brevet, de marque) de l'entrepreneur influence-t-il votre processus de prise de décision ?
- Le capital social (conclusion d'une alliance) et financier (apport de fonds personnels) de l'entrepreneur influence-t-il votre processus de prise de décision ?
- Quelles sont les principales informations financières que vous utilisez dans votre processus de prise de décision ?
- Recourez-vous à la méthodologie d'évaluation financière présentée ci-dessous :

Méthodologie d'évaluation de la rentabilité d'un projet d'investissement



- **Concernant le taux de rendement interne** : quel est le taux que vous exigez ou à quel taux comparez-vous le TRI indiqué par la start-up ?
- Lors de l'Algeria Disrupt 2022, vous avez commencé votre présentation avec la citation de Warren BUFFETT «*dans le monde des affaires, le rétroviseur est toujours plus clair que le pare-brise*». Pouvons-nous déduire de cette citation que pour l'ASF, les antécédents financiers sont plus importants que les informations prévisionnelles ?
- Pouvez-vous nous citer quelques facteurs qui tendent à minimiser les chances de financement des start-up ?
- L'analyse financière est-elle accompagnée par une évaluation économique ? si oui, quels effets économiques sont privilégiés dans les projets sélectionnés ?

Questions confirmatives

- Pouvons-nous parler de complémentarité entre informations financières et informations non financières dans votre processus de prise de décision ?

-S'il existe une complémentarité entre informations financières et non financières dans votre processus de prise de décision, pourriez-vous nous indiquer des informations non financières qui compromettent la décision de financement d'une start-up ?

Conclusion

- Souhaitez-vous me recommander des personnes qui seraient éventuellement en mesure de me fournir des informations supplémentaires pour la présente recherche ?

-Merci d'avoir répondu favorablement à notre demande d'entretien.

Annexe 7 : Questionnaire complémentaire à l'entretien.

Introduction :

Ce questionnaire fait suite à l'entretien mené, il a pour objectif d'enrichir notre compréhension sur les déterminants de la prise de décision de l'ASF.

Il vous est demandé d'examiner ces déterminants et d'indiquer leur degré d'importance pour votre décision de financement.

1. Déterminants se rapportant au capital humain du fondateur ou de l'équipe fondatrice

Éléments	1 : non significatif	2 : peu significatif	3 : neutre	4: important	5 : très important
L'expérience de création d'entreprise du fondateur					
Le niveau d'éducation du fondateur					
L'expérience en matière de gestion d'entreprise du fondateur					
L'expérience professionnelle dans le même secteur que la start-up					
L'expérience industrielle définie comme la création antérieure d'une entreprise dans le même secteur d'activité que la start-up					
La taille de l'équipe fondatrice					
Le degré de complétude de l'équipe qui fait référence au nombre de fonctions essentielles dans la start-up qui sont accomplies par l'équipe fondatrice					

2. Déterminants se rapportant aux informations financières et prévisionnelles

Éléments	1 : non significatif	2 : peu significatif	3 : neutre	4: important	5 : très important
Les dépenses de R&D					
La génération de la trésorerie					
Le tableau de compte de résultat					
La génération des revenus					
La valeur actuelle nette (VAN)					
Le taux de rendement interne (TRI)					
L'indice de profitabilité (IP)					
Le délai de récupération du capital investi (DR)					

Le seuil de rentabilité					
L'espérance de la VAN					
L'écart type de la VAN					

3. Déterminants se rapportant au capital intellectuel du fondateur ou de l'équipe fondatrice

Éléments	1 : non significatif	2 : peu significatif	3 : neutre	4: important	5 : très important
La demande de brevet					
La demande de marque					

4. Déterminants se rapportant au capital social du fondateur ou de l'équipe fondatrice

Éléments	1 : non significatif	2 : peu significatif	3 : neutre	4: important	5 : très important
Les liens directs avec l'entrepreneur					
Les liens indirects avec l'entrepreneur					
L'alliance de la start-up avec d'autres entreprises					

5. Les autres déterminants

Éléments	1 : non significatif	2 : peu significatif	3 : neutre	4: important	5 : très important
La proportion de la richesse personnelle investie dans le projet par l'entrepreneur					
L'installation dans une propriété commerciale					
L'obtention d'un financement auprès d'un Business Angel					
Le fait que la start-up dispose d'un produit fonctionnel					
La passion de l'entrepreneur					

L'aptitude de l'entrepreneur à l'encadrement ¹⁷¹					
La demande d'un montant de financement élevé ¹⁷²					
Le fait que les parents de l'entrepreneur aient déjà créé une entreprise par le passé					
Le business plan ¹⁷³					
L'intégration d'images du produit dans le business plan					
L'intégration de la couleur rouge dans le plan d'entreprise					
L'intégration de la couleur bleue dans le plan d'entreprise					
Le nom de la start-up					
La croissance du marché cible de la start-up					
L'implantation de la start-up sur un marché pionnier					

- Pouvez-vous nous indiquer :

Éléments	Nombre de demandes de financement émanant d'hommes	Nombre de demandes de financement émanant de femmes	Nombre de start-up financées appartenant aux hommes	Nombre de start-up financées appartenant aux femmes

¹⁷¹ Définie comme la mesure selon laquelle un entrepreneur recherche, examine attentivement et intègre le retour d'information pour améliorer les performances de son entreprise.

¹⁷² La littérature indique que si une start-up sollicite un faible montant, cela signale auprès de la société de capital risque que l'opportunité n'est pas suffisamment importante pour être intéressante.

¹⁷³ Des études suggèrent que l'entrepreneur ne présente dans ce document que les informations qui l'arrangent.

Conclusion

Nous vous remercions pour votre contribution et pour votre intérêt à l'égard de cette recherche. Nous réitérons notre engagement à l'égard de la confidentialité des données collectées et à leur utilisation qu'à des fins académiques.

Annexe 8 : Réponse défavorable type de l'ASF à une demande de financement.

Alger le ../../....

OBJET : Notification

Monsieur/Madame ,

Donnant suite à votre demande de financement introduite auprès de notre société "ALGERIAN STARTUP FUND", nous avons le regret de vous informer que le comité d'investissement a émis un avis défavorable.

Toutefois, nous restons à votre disposition pour l'étude et l'évaluation d'éventuels autres projets.

Veuillez agréer, Monsieur/Madame, l'expression de nos respectueuses salutations.

P/ LA DIRECTION GÉNÉRALE

Source : Échantillon de l'étude quantitative.

Figure introductive : Démarche ayant conduit à la construction de la thèse	19
Figure N°1 : Les opérateurs du CR	104
Figure N°2 : Principe de la structure duale	106
Figure N°3 : Le marché typique du CR	128
Figure N°4 : Résumé du raisonnement de (Arthurs et Busenitz 2003).....	134
Figure N°5 : Les deux problèmes d'agence résultant de l'asymétrie d'information.	145
Figure N°6 : Les intervenants dans le cadre d'un processus de signalisation	156
Figure N°7 : Application de la courbe de (Shepherd, Douglas, et Shanley 2000) au problème de l'asymétrie d'information	157
Figure N°8 : Processus conduisant à l'embauche d'un salarié.....	162
Figure N°9 : Effet de la signalisation dans le champ entrepreneurial.....	164
Figure N°10 : Raisonnement poursuivi tout au long de ce chapitre	169
Figure N°11 : La maturité du marché de CR en tant que modératrice de la prise de décision des SCR.....	181
Figure N°12 : Méthodologie d'évaluation financière des projets d'investissement	202
Figure N°13 : Littérature sur les signaux dans le domaine du CR.....	206
Figure N°14 : Étapes de traitement d'un dossier de demande de financement au niveau de l'ASF.....	340
Figure N°15 : Présentation de l'échelle de Likert à 5 points qui traduit l'importance des déterminants de la prise de décision de l'ASF.....	345

Graphique N° 1 : Comparaison entre les tendances de recherche des termes; start-up, start up et startup de 2004 à nos jours	23
Graphique N°2 : Comparaison entre les tendances de recherche des termes; start-up, start up et startup de 2004 à nos jours en Algérie	24
Graphique N°3 : Visualisation graphique des mots-clés : Start-up, Startup et Start up dans le corpus des livres. Période 1800-2019	40
Graphique N°4: Popularité des mots-clés : Start-up, Startup et Start up dans les tendances de recherche du moteur Google. Période 2004-2021.....	41
Graphique N°5 : Rattachement du cycle de vie de la start-up à son cycle de financement	57
Graphique N° 6 : Fonds mobilisés par l'industrie du CR mondiale entre 2013 et 2022 (en milliards de dollars).....	109
Graphique N° 7 : Nombre de transactions de CR conclues dans le monde entre 2010 et 2020	112
Graphique N° 8 : Transactions de CR dans le monde sur la période 2010-2021 (en milliards de dollars).....	112
Graphique N° 9 : Tendances mondiales en matière de désinvestissement dans l'industrie de CR sur la période (2013-2022) (en nombre)	115
Graphique N°10 : Valeur des désinvestissements dans l'industrie du CR mondiale sur la période 2013-2022 (en milliards de \$)	116
Graphique N°11 : Répartition géographique des start-up de l'échantillon.....	312
Graphique N°12 : Répartition sectorielle des start-up de l'échantillon	313
Graphique N°13 : Répartition des start-up de l'échantillon selon l'année de leur constitution	314
Graphique N°14 : Répartition des start-up selon le nombre de leurs fondateurs.....	315
Graphique N°15 : Genre du ou des fondateur(s) des start-up	315
Graphique N°16 : Répartition des start-up selon l'expérience antérieure de leurs fondateurs	316
Graphique N°17 : Répartition des start-up selon l'expérience de gestion de leurs fondateurs	316
Graphique N°18 : Répartition des start-up selon l'expérience industrielle de leurs fondateurs	317
Graphique N°19 : Répartition des start-up selon l'expérience professionnelle de leurs fondateurs	317

Graphique N°20 : Fondateurs de start-up et niveau d'éducation.....	318
Graphique N°21 : Start-up de l'échantillon et niveau de complétude de l'équipe.....	318
Graphique N°22 : Antécédents entrepreneuriaux chez les parents des fondateurs.....	319
Graphique N°23 : Start-up de l'échantillon et demandes de brevet déposées.....	319
Graphique N°24 : Start-up de l'échantillon et demandes de marque déposées.....	319
Graphique N°25 : Start-up et conclusion d'alliance.....	320
Graphique N°26 : Start-up installées en dehors du domicile du fondateur.....	320
Graphique N°27 : Start-up et fonctionnalité de leur produit ou service.....	321
Graphique N°28 : Représentation des start-up selon leur capacité à être encadrées.....	321
Graphique N°29 : Start-up et autofinancement.....	322
Graphique N°30 : Représentation des start-up selon la proportion de la richesse personnelle investie par leurs fondateurs.....	322
Graphique N°31 : Start-up et lien indirect avec l'ASF.....	323
Graphique N°32 : Start-up et lien direct avec l'ASF.....	323
Graphique N°33 : Start-up et subventions obtenues.....	324
Graphique N°34 : Start-up et financement via BA.....	324
Graphique N°35 : Start-up et financement via crowdfunding.....	324
Graphique N°36 : Start-up et financement via l'ASF.....	325
Graphique N°37 : Répartition des start-up selon les montants de financement sollicités auprès de l'ASF.....	326
Graphique N°38 : Répartition des start-up selon les montants de financement obtenus auprès de l'ASF.....	326
Graphique N°39 : Start-up et utilisation du business plan.....	327
Graphique N°40 : Start-up ayant intégré des images de leur produit ou service dans le business plan.....	327
Graphique N°41 : Start-up et utilisation de la couleur rouge.....	328
Graphique N°42 : Start-up et utilisation de la couleur bleue.....	328
Graphique N°43 : Start-up et implantation sur un marché pionnier.....	329
Graphique N°44 : Start-up et stratégie de nommage éponyme.....	329
Graphique N°45 : Importance du capital humain dans la prise de décision de l'ASF.....	345
Graphique N°46 : Importance des informations financières et prévisionnelles.....	346
Graphique N°47 : Importance du capital intellectuel.....	346
Graphique N°48 : Importance du capital social.....	347
Graphique N°49 : Importance des autres déterminants.....	347

Tableau N°1: Définitions de la start-up qui s'appuient sur la dimension de la nouveauté.	27-28
Tableau N°2: Définitions de la start-up qui s'appuient sur la dimension de l'innovation..	28-29
Tableau N°3: Définitions de la start-up qui s'appuient sur une approche mixte.....	29-30
Tableau N°4: Comparaison entre les quatre types organisationnels : X, Y, Z, L	38-39
Tableau N°5: Principaux points de différence entre une start-up et une PME	45-47
Tableau N°6 : Les pays ayant l'écosystème start-up le plus performant au monde.....	49
Tableau N°7 : Classement des pays africains dotés de l'écosystème start-up le plus performant	50-51
Tableau N°8 : Raisons qui expliquent l'exclusion des banques du schéma du financement de la start-up.....	63
Tableau N°9 : Recettes et dépenses du compte d'affectation spécial du trésor N°302-150	68
Tableau N°10 : Le plan type d'un business plan	110
Tableau N°11 : Répartition typique de la performance d'un portefeuille d'investissement en CR.....	119
Tableau N°12 : Principaux points distinctifs entre le CR et les autres sources de financement	119-120
Tableau N°13 : Différence entre le financement par système bancaire et le financement par CR.....	121
Tableau N°14 : Manifestation des problèmes d'agence selon le cadre développé par (Panda 2018).....	135
Tableau N°15 : Aperçu sur la théorie de l'agence.....	140
Tableau N°16 : Échéancier des FNL	194
Tableau N°17 : Structure du plan de financement	197-198
Tableau N°18 : Structure du plan de trésorerie.....	198-199
Tableau N°19 : Structure du budget de trésorerie.....	199-200
Tableau N°20 : Limites associées aux premières études ayant examiné la prise de décision des SCR	293-294
Tableau N°21 : Comparaison des hypothèses philosophiques du positivisme, constructivisme et de l'interprétativisme	307
Tableau N°22 : Informations sur les données financières mises en avant par les start-up	330

Tableau N°23 : Implantation sur un marché pionnier * financement via l'ASF	331-332
Tableau N°24 : Déterminants du capital humain * financement via ASF	332
Tableau N°25 : Capital intellectuel et social * financement via l'ASF	333
Tableau N°26 : Signaux d'accomplissement de la start-up * financement via l'ASF ...	334
Tableau N°27 : Déterminants financiers * financement ASF	334
Tableau N°28 : Genre * financement via l'ASF	335
Tableau N°29 : Autres déterminants * financement via l'ASF	336
Tableau N°30 : Matrice de prise de décision de l'ASF	342
Tableau N°31 : Classification des projets financés par l'ASF selon le genre	348
Tableau N°32 : Reclassification des déterminants non financiers.....	349

Table des matières

Remerciements	4
Dédicaces	5
Liste des abréviations	6-8
Sommaire	9-10
Introduction Générale.....	11
Chapitre 1 : Conceptualisation sur les start-up et leurs sources de financement	20
Introduction au chapitre	21
Section 1 : Généralités sur les start-up	22
1.1. De quoi parle-t-on au juste : start-up, start up ou startup	22
1.2. Définition de la start-up.....	24
1.2.1. Hétérogénéité dans les définitions de la start-up.....	24
1.2.2. Une revue de la littérature sur les définitions de la start-up	26
1.2.2.1. Les définitions émanant de la communauté académique	26
1.2.2.2. Les définitions émanant de la communauté non académique	30
1.2.2.3. Les définitions émanant des gouvernements.....	31
1.2.2.4. Justificatif à la confusion de la start-up avec l'entreprise et l'entrepreneur .	34
1.3. Origine de la start-up.....	34
1.3.1. Histoire de la start-up à partir de l'idéal-type organisationnel	36
1.3.1.1. Le type organisationnel X (fin du 19 ^{ème} siècle, début du 20 ^{ème} siècle)	36
1.3.1.2. Le type organisationnel Y (Début des 30 glorieuses - fin des années 70) ..	37
1.3.1.3. Le type organisationnel Z (Début des années 80 - fin des années 80)	37
1.3.1.4. Le type organisationnel L (début des années 90 à nos jours).....	38
1.3.2. Reconstitution des conditions de l'émergence de la start-up à partir des outils fournis par le moteur de recherche Google	39
1.3.2.1. Résultats obtenus suite au recours à "Google Books Ngram Viewer"	40
1.3.2.2. Résultats obtenus suite au recours à l'outil "Google trends"	40
1.4. Les spécificités de la start-up	41
1.4.1. L'environnement incertain de fonctionnement.....	42
1.4.2. La responsabilité de la nouveauté	42
1.4.3. La responsabilité de la petitesse	43
1.4.4. L'innovation et l'orientation technologique	43
1.4.5. Le manque de légitimité	43
1.4.6. Les difficultés associées à l'accès au financement	44
1.4.7. La sous estimation des risques	44
1.4.8. La culture start-up	44
1.5. Distinction entre la start-up et la petite entreprise.....	45
Section 2 : Écosystème et sources de financement de la start-up	48
2.1. Définition de l'écosystème de la start-up.....	48

2.2. Les écosystèmes les plus performants dans le monde.....	49
2.3. Les éléments de l'écosystème start-up.....	51
2.3.1. L'entrepreneur.....	51
2.3.2. Les facteurs de soutien	51
2.3.2.1. Les incubateurs.....	51
2.3.2.2. Les accélérateurs	52
2.3.2.3. Les espaces de Coworking	52
2.3.2.4. Les événements	53
2.3.2.5. Le gouvernement.....	53
2.3.2.6. Les mentors	53
2.3.3. L'environnement démographique de la start-up	53
2.3.4. Le marché de la start-up	53
2.3.5. Le niveau d'éducation dans un pays	54
2.3.6. Le capital humain	54
2.3.7. Les apporteurs de capitaux	54
2.4. Les sources de financement des start-up	54
2.4.1. Preuves sur l'existence de contraintes qui entravent le financement des start-up	54
2.4.2. Une revue sur les modes de financement des start-up.....	55
2.4.3. Les sources de financement des start-up selon une perspective de cycle de vie	56
2.4.3.1. Définition des concepts associés au cycle de vie présenté.....	58
2.4.3.1.1. La phase d'amorçage	58
2.4.3.1.2. La phase de démarrage	58
2.4.3.1.3. La phase ultérieure	59
2.4.3.1.4. L'autofinancement ou bootstrapping	59
2.4.3.1.5. Le financement des 3F	59
2.4.3.1.6. Le financement participatif ou crowdfunding.....	59
2.4.3.1.7. Les investisseurs providentiels ou business angels	60
2.4.3.1.8. Les subventions et les financements gouvernementaux.....	61
2.4.3.1.9. Le capital risque	61
2.4.3.2. Implications que soulève l'adoption d'une perspective de cycle de vie.....	62
2.4.3.2.1. La start-up ne reste pas éternellement start-up.....	62
2.4.3.2.2. L'inadéquation du financement de la start-up avec le postulat de la théorie du financement hiérarchique	62
2.4.3.2.3. L'exclusion de la banque du financement de la start-up.....	63
2.4.3.2.4. L'absence d'un consensus sur le stade d'intervention du capital risque	64
Section 3 : Les start-up en Algérie	64

3.1. Évolution de l'entreprise privée dans l'économie algérienne : de la colonisation à nos jours	65
3.1.1. Le secteur privé algérien durant la période coloniale.....	65
3.1.2. L'ère de la suprématie du secteur public : 1962 - 1990	65
3.1.3. L'ère de l'expansion du secteur privé	66
3.1.4. L'avènement des premières start-up et leur reconnaissance officielle	67
3.2. Mesures réglementaires en faveur des start-up en Algérie.....	68
3.2.1. Mesures apportées par la loi de finances et la loi de finances complémentaire (LFC) pour 2020.....	68
3.2.2. La création d'un ministère dédié aux start-up.....	70
3.2.3. La création d'un comité national de labellisation des start-up, des projets innovants et des incubateurs.....	71
3.2.3.1. Conditions d'attribution du label "start-up"	72
3.2.3.2. Conditions d'attribution du label «projet innovant»	73
3.2.3.3. Conditions d'attribution du label «incubateur»	73
3.2.4. La création d'Algeria Venture	74
3.2.5. Mesures apportées par la loi de finances pour 2021	75
3.3. L'écosystème des start-up en Algérie	75
3.3.1. Les incubateurs.....	75
3.3.1.1. Les incubateurs relevant de l'ANVREDET	76
3.3.1.2. Les incubateurs relevant de l'ANTP	76
3.3.1.3. Les incubateurs privés	77
3.3.2. Les accélérateurs	78
3.3.3. Les événements	79
3.3.4. Le gouvernement.....	81
3.3.5. Le capital humain	81
3.3.6. Le marché des start-up algériennes	81
3.3.7. Les sources de financement.....	81
3.3.7.1. Les business angels	81
3.3.7.2. Le crowdfunding	83
3.3.7.3. Les dispositifs étatiques	86
3.3.7.4. Le capital risque	86
Conclusion du chapitre.....	92
Chapitre 2 : Le capital risque : histoire, principe, fonctionnement et acteurs	94
Introduction au chapitre	95
Section 1 : Le cadre historique du capital risque.....	96
1.1. Les origines du capital risque	96
1.2. La naissance du capital risque moderne	96

1.3. Du capital risque vers le capital investissement.....	101
1.3.1. Le capital risque	102
1.3.1.1. Le capital d'amorçage.....	102
1.3.1.2. Le capital création	102
1.3.1.3. Le capital post création.....	102
1.3.2. Le capital développement.....	102
1.3.3. Le capital transmission ou le capital reprise	103
1.3.4. Le capital retournement.....	103
Section 2 : Le cadre fonctionnel du capital risque	103
2.1. Les acteurs du capital risque	103
2.1.1. Les investisseurs.....	104
2.1.2. Les sociétés de capital risque	105
2.1.3. Les bénéficiaires.....	107
2.2. Processus d'investissement des sociétés de capital risque.....	108
2.2.1. La collecte des ressources	108
2.2.2. La prospection	109
2.2.3. La sélection des dossiers	110
2.2.4. L'évaluation	111
2.2.5. L'intervention et le suivi	113
2.2.6. La sortie.....	113
2.2.6.1. L'introduction en bourse.....	114
2.2.6.2. La cession industrielle	114
2.2.6.3. La cession à des tiers financiers	115
2.2.6.4. La cession aux fondateurs, actionnaires ou aux salariés	115
2.2.6.5. La liquidation	115
Section 3 : Le cadre existentiel du capital risque	117
3.1. La pertinence de la fonction d'intermédiation des sociétés de capital risque.....	117
3.1.1. Le capital risque permet de combler un besoin financier.....	117
3.1.2. Le capital risque est un investisseur spécifique.....	118
3.1.3. Le capital risque est un investisseur actif.....	121
3.2. Les déterminants du développement du capital risque.....	122
3.2.1. Les marchés financiers spécialisés	122
3.2.2. Les incitations fiscales et l'implication du gouvernement.....	123
3.2.3. Les autres déterminants	124
Conclusion du Chapitre	125
Chapitre 3 : La relation société de capital risque - start-up dans le cadre de la théorie de l'agence et la théorie de signal.....	126

Introduction au chapitre	127
Section 1 : Approches d'analyse de l'incongruité des objectifs dans le cadre de la relation société de capital risque - start-up	128
1.1. Divergence d'intérêts dans le financement par capital risque	128
1.2. Aperçu sur les approches d'analyse de la relation entre la société de capital risque et la start-up	129
1.2.1. La théorie financière néoclassique	130
1.2.2. La théorie de l'entreprise	130
1.2.2.1. La théorie des droits de propriété	130
1.2.2.2. La théorie de l'agence	131
1.2.2.3. La théorie des coûts de transaction	131
1.2.2.4. La théorie des contrats	131
1.3. Limites de la théorie de l'agence dans le cadre de la relation société de capital risque - start-up	132
Section 2 : La théorie de l'agence dans le cadre société de capital risque - Start-up	137
2.1. Origines de la théorie de l'agence	138
2.2. Développement initiale de la théorie de l'agence	139
2.3. Multiplication des contextes d'application de la théorie de l'agence	141
2.4. Les deux perspectives de la théorie de l'agence	142
2.4.1. La recherche normative de la théorie de l'agence	142
2.4.2. La recherche positive de la théorie de l'agence	142
2.4.3. Quelle perspective d'agence pour le cadre société de capital risque- start-up ?	143
2.5. La relation d'agence dans le cadre société de capital risque - start-up	143
2.6. Problèmes résultant de la théorie de l'agence	144
2.6.1. L'adverse sélection ou sélection défavorable ou anti-sélection	145
2.6.2. L'aléa moral ou risque moral	147
2.6.2.1. Le problème de l'effort	148
2.6.2.2. Le problème de la consommation à la pièce	148
2.6.2.3. Le problème du sous investissement	148
2.6.2.4. Le problème de l'incitation au risque	148
2.7. Les coûts d'agence	149
2.7.1. Les dépenses de surveillance du mandant	149
2.7.2. Les dépenses de cautionnement de l'agent	149
2.7.3. La perte résiduelle	150
2.8. Le contrat d'agence lié à la relation société de capital risque - start-up	150
2.8.1. Le titre financier	150
2.8.2. Le contrat de gouvernance	150

2.8.2.1. Le financement échelonné.....	151
2.8.2.2. Le droit de premier refus	151
2.8.2.3. Les clauses anti-dilution.....	151
2.8.2.4. Les droits de rachat	151
2.8.2.5. Les droits de représentation au conseil d'administration.....	152
2.8.2.6. Les droits de vote	152
2.8.2.7. Les droits de trésorerie	152
2.8.2.8. La clause de conversion automatique.....	152
2.8.2.9. La clause de non concurrence	152
2.9. Limites des contrats dans la résolution des problèmes d'agence.....	153
Section 3 : La théorie de signal en tant que modératrice de la relation société de capital risque - start-up.....	156
3.1. Concepts de base sur la signalisation	156
3.1.1. Le signaleur	156
3.1.2. Le signal	157
3.1.2.1. L'observabilité du signal.....	158
3.1.2.2. Le coût du signal	158
3.1.2.3. L'honnêteté du signal.....	159
3.1.2.4. La cohérence du signal	159
3.1.2.5. L'équilibre de séparation	159
3.1.3. Le récepteur.....	160
3.1.4. La réaction au signal	161
3.1.5. L'environnement de signalisation.....	161
3.2. Origine de la théorie de signal.....	161
3.3. Multiplication des champs d'application de la théorie de signal	163
3.4. La signalisation dans le champ entrepreneurial	163
3.4.1. La signalisation à destination des investisseurs en crowdfunding	164
3.4.2. La signalisation à destination des investisseurs providentiels.....	165
3.4.3. La signalisation à destination des investisseurs en actions	165
3.4.4. La signalisation à destination des sociétés en capital risque	166
3.5. L'influence de la maturité du marché du capital risque sur l'effet de la signalisation	167
Conclusion du chapitre.....	170
Chapitre 4 : La maturité du marché de capital risque en tant que modératrice de la prise de décision des sociétés de capital risque	172
Introduction au chapitre	173
Section 1 : Une revue de la littérature sur l'effet de l'internationalisation de l'activité du capital risque sur la prise de décision de financement	174

1.1. L'impact de l'absence d'institutions formelles dans les pays en développement sur la prise de décision des sociétés de capital risque	174
1.2. L'effet du contexte économique où l'industrie du capital risque est implantée sur la prise de décision des sociétés de capital risque	175
1.3. L'influence de l'expérience des sociétés de capital risque sur leur prise de décision	177
1.4. L'influence de la maturité du marché de capital risque sur la prise de décision des sociétés de capital risque	179
Section 2 : L'information financière en tant que déterminant pour le financement par capital risque dans les marchés de capital risque peu matures	181
2.1. Définition et type d'informations financières	182
2.2. Rôle des états financiers	182
2.3. Déterminants de la préparation des états financiers	183
2.3.1. La présence de propriétaires multiples	183
2.3.2. L'expérience de l'entrepreneur en matière de comptabilité	183
2.3.3. La réduction de l'asymétrie d'information	184
2.4. L'importance de l'information financière pour l'évaluation des sociétés de capital risque	184
2.5. Revue sur les types d'informations financières susceptibles d'influencer la prise de décision des sociétés de capital risque	187
2.5.1. Les informations bilancielle.....	188
2.5.1.1. Les actifs non monétaires	188
2.5.1.2. La trésorerie.....	189
2.5.1.3. Les dettes à long terme	189
2.5.2. Les informations sur le tableau de compte de résultat	189
2.5.2.1. Les revenus.....	190
2.5.2.2. Les charges	190
2.5.3. Les informations prévisionnelles.....	191
2.5.3.1. Le Taux de Rendement Interne (TRI) attendu	191
2.5.3.2. La rentabilité financière attendue	192
Section 3 : Cadre méthodologique de l'évaluation financière des projets d'investissement	192
3.1. L'évaluation financière intrinsèque du projet	193
3.1.1. L'élaboration de l'échéancier des investissements du projet	193
3.1.2. L'élaboration des comptes prévisionnels de résultat	193
3.1.3. L'établissement des Flux Nets de Liquidités (FNL) du projet	193
3.1.4. Évaluation de la rentabilité intrinsèque du projet.....	194
3.1.4.1. Le délai de récupération (DR)	194
3.1.4.2. La Valeur Actuelle Nette (VAN)	195

3.1.4.3. L'Indice de Profitabilité (IP).....	195
3.1.4.4. Le taux de rendement interne	195
3.1.5. La prise en compte du risque ou de l'incertitude.....	196
3.1.5.1. Projet d'investissement dans le cadre d'un environnement risqué.....	196
3.1.5.2. Projet d'investissement dans le cadre d'un environnement incertain.....	196
3.2. L'évaluation intégrant les moyens de financement	197
3.2.1. L'établissement d'un plan de financement.....	197
3.2.2. L'établissement du plan et du budget de trésorerie	198
3.2.2.1. Le plan de trésorerie	198
3.2.2.2. Le budget de trésorerie	199
3.2.3. L'évaluation de la rentabilité du projet après financement.....	200
3.3. L'analyse financière de l'entreprise	200
3.3.1. Analyse des équilibres financiers de l'entreprise.....	200
3.3.2. L'analyse via les ratios.....	201
3.3.2.1. Les ratios de solvabilité.....	201
3.3.2.2. Les ratios de rentabilité	201
Conclusion du chapitre.....	203
Chapitre 5 : Les déterminants de la prise de décision des sociétés de capital risque dans les marchés de capital risque matures.....	204
Introduction au chapitre	205
Section 1 : L'effet de signal des ressources de l'entrepreneur	208
1.1. Le capital humain	208
1.1.1. L'influence de l'expérience en matière de création d'entreprise	209
1.1.2. L'influence de l'éducation.....	213
1.1.3. L'expérience en matière de gestion	217
1.1.4. L'effet de l'expérience professionnelle antérieure	219
1.1.5. L'expérience industrielle	222
1.1.6. L'influence des caractéristiques de l'équipe fondatrice	226
1.1.6.1. L'influence de la taille de l'équipe fondatrice.....	226
1.1.6.2. Le degré de complétude de l'équipe	228
1.1.7. Le capital intellectuel de l'entrepreneur	229
1.1.7.1. Les brevets.....	230
1.1.7.2. Les marques.....	236
1.2. Le capital social.....	238
1.2.1. Les liens directs et indirects	240
1.2.2. Les alliances	242
1.3. Le capital financier de l'entrepreneur	247

1.3.1. L'influence de la richesse investie par l'entrepreneur sur le financement	250
Section 2 : L'effet de signal des accomplissements de la start-up.....	253
2.1. La propriété commerciale.....	253
2.2. L'obtention d'une subvention gouvernementale	254
2.3. Le financement via business angels	257
2.4. Le financement par crowdfunding	259
2.5. Le produit	261
Section 3 : L'effet des autres signaux sur la prise de décision de financement des sociétés de capital risque	265
3.1. Le signal involontaire du genre	266
3.1.1. Preuves sur l'existence de discrimination entre les sexes en matière de financement	266
3.1.2. Les raisons des discriminations financières	268
3.1.2.1. Les questions liées à la demande.....	268
3.1.2.1.1. Hétérogénéité entre les sexes en matière de ressources	269
3.1.2.1.2. L'orientation vers la croissance	269
3.1.2.1.3. Pessimisme des femmes quant à leurs propres compétences	270
3.1.2.2. Les questions liées à l'offre	270
3.1.2.2.1. Les stéréotypes	270
3.1.2.2.2. L'homophilie.....	271
3.2. Les signaux interpersonnels	272
3.2.1. La passion entrepreneuriale.....	273
3.2.2. La capacité d'encadrement de l'entrepreneur.....	274
3.3. Le montant élevé du financement	275
3.4. Les parents propriétaires d'entreprises	276
3.5. Le plan d'entreprise	277
3.6. L'effet des images et des couleurs	279
3.6.1. L'effet des images sur les décisions des sociétés de capital risque	279
3.6.2. L'effet des couleurs sur les décisions des sociétés de capital risque	280
3.7. L'effet du nom de la start-up	280
3.8. L'effet de la croissance du marché cible.....	283
Conclusion du chapitre.....	287
Chapitre 6 : Étude empirique sur les déterminants de la prise de décision de financement au sein de l'Algerian Startup Fund	289
Introduction au chapitre	290
Section 1 : Évolution des méthodes utilisées pour examiner la prise de décision des sociétés de capital risque.....	291

1.1. Une revue sur les méthodes d'examen de la prise de décision des sociétés de capital risque	291
1.1.1. Les problèmes suscités par les premières études sur la prise de décision des sociétés de capital risque	291
1.1.2. Les protocoles verbaux : une tentative pour surmonter les limites des premières études.....	295
1.1.3. L'analyse conjointe est-elle réellement plus appropriée à l'examen de la prise de décision des SCR ?.....	296
1.1.3.1. Avantages inhérents à l'analyse conjointe	297
1.1.3.2. Limites associées à l'analyse conjointe	299
1.1.4. Études s'appuyant sur des bases de données	301
Section 2 : Méthodologie de l'étude empirique	302
2.1. Méthodologie envisagée.....	302
2.2. Les méthodologies utilisées	303
2.2.1. Définition de la méthode mixte	304
2.2.2. Étapes de conduite d'une recherche mixte.....	305
2.2.2.1. Objectif de réalisation de l'analyse mixte.....	305
2.2.2.2. Nombre de types de données qui seront analysées	306
2.2.2.3. Nombre de phases analytiques	306
2.2.2.4. Séquence temporelle de l'analyse mixte.....	306
2.2.2.5. Priorité des composantes analytiques.....	306
2.2.3. Débat portant sur la légitimité de l'approche mixte.....	307
2.3. Quel positionnement épistémologique pour la recherche mixte ?	307
2.3.1. Définition de l'épistémologie	307
2.3.2. Les diverses postures épistémologiques.....	308
2.3.3. Choix épistémologiques pour la recherche mixte	309
2.3.3.1. La posture a-paradigmatique	309
2.3.3.2. L'approche à paradigmes multiples	309
2.3.3.3. Le recours au pragmatisme	309
2.4. Positionnement épistémologique de cette thèse	310
2.5. Schéma d'échantillonnage utilisé dans cette thèse	311
2.5.1. Schéma d'échantillonnage de l'étude quantitative	311
2.5.2. Schéma d'échantillonnage de la première étude qualitative.....	312
2.5.3. Schéma d'échantillonnage de la seconde étude qualitative	312
Section 3 : Analyse et interprétation des résultats.....	313
3.1. Résultat de l'étude quantitative.....	313
3.1.1. Tri à plat des données.....	313
3.1.1.1. Répartition des réponses obtenues	313

3.1.1.2. Répartition démographique des start-up	313
3.1.1.3. Répartition des start-up par secteur d'activité	314
3.1.1.4. Répartition des start-up selon l'année de création	315
3.1.1.5. Répartition des start-up selon le nombre de fondateur.....	315
3.1.1.6. Répartition des start-up selon le genre	316
3.1.1.7. Répartition des start-up selon l'expérience antérieure de création d'entreprise de ses fondateurs	317
3.1.1.8. Répartition des start-up selon l'expérience de gestion des fondateurs	317
3.1.1.9. Répartition des start-up selon l'expérience industrielle des fondateurs.....	318
3.1.1.10. Répartition des start-up selon l'expérience professionnelle de leurs fondateurs	318
3.1.1.11. Répartition des start-up selon le niveau d'éducation de leurs fondateurs	318
3.1.1.12. Répartition des start-up selon le niveau de complétude de l'équipe fondatrice.....	319
3.1.1.13. Répartition des start-up selon les antécédents entrepreneuriaux des parents des fondateurs.....	319
3.1.1.14. Répartition des start-up selon les demandes de brevet déposées	320
3.1.1.15. Répartition des start-up selon les demandes de marque déposées	320
3.1.1.16. Répartition des start-up selon la conclusion d'alliance.....	321
3.1.1.17. Répartition des start-up selon leur installation en dehors du domicile ...	321
3.1.1.18. Répartition des start-up selon la fonctionnalité de leur produit ou service	322
3.1.1.19. Répartition des start-up selon leur capacité à être encadrées	322
3.1.1.20. Recours à l'autofinancement.....	323
3.1.1.21. Proportion de la richesse personnelle investie dans le projet.....	323
3.1.1.22. Start-up et lien indirect avec l'ASF	323
3.1.1.23. Start-up et lien direct avec l'ASF.....	324
3.1.1.24. Subventions obtenues	324
3.1.1.25. Financement via business angels.....	325
3.1.1.26. Financement via crowdfunding.....	325
3.1.1.27. Financement via l'ASF	326
3.1.1.28. Montant de financement sollicité auprès de l'ASF.....	326
3.1.1.29. Montant de financement obtenu via l'ASF	327
3.1.1.30. Recours au business plan.....	328
3.1.1.31. Recours aux images.....	328
3.1.1.32. Recours à la couleur rouge	329
3.1.1.33. Utilisation de la couleur bleu	329
3.1.1.34. Implantation sur un marché pionnier	329

3.1.1.35. Stratégie de nommage éponyme	330
3.1.1.36. Détails sur les informations financières mises en avant par les start-up	330
3.1.2. Tri croisé des données	331
3.1.2.1. Implantation sur un marché pionnier et financement via l'ASF.....	332
3.1.2.2. Influence des déterminants du capital humain sur le financement via l'ASF	333
3.1.2.3. Influence des déterminants du capital intellectuel et social sur le financement via l'ASF	334
3.1.2.4. Influence des déterminants liés à l'accomplissement de la start-up	335
3.1.2.5. L'influence des déterminants financiers	335
3.1.2.6. L'influence du genre sur le financement via l'ASF	336
3.1.2.7. L'influence des autres déterminants sur le financement via l'ASF.....	336
3.2. Résultat de l'analyse qualitative de contenu	337
3.2.1. Présentation du document	338
3.2.2. Principales conclusions pouvant être tirées du document.....	338
3.3. Résultat de l'entretien	340
3.3.1. Réponses aux questions introductives.....	340
3.3.2. Réponses aux questions touchant à la problématique de la thèse	341
3.3.3. Réponses aux questions confirmatives.....	345
3.3.4. Réponses au questionnaire complémentaire	345
3.3.4.1. Importance des déterminants se rapportant au capital humain	346
3.3.4.2. Importance des déterminants se rapportant aux informations financières et prévisionnelles.....	347
3.3.4.3. Importance des déterminants se rapportant au capital intellectuel.....	347
3.3.4.4. Importance des déterminants se rapportant au capital social	348
3.3.4.5. Importance des autres déterminants	348
3.3.4.6. L'influence du genre sur la prise de décision de l'ASF	349
3.4. Interprétation et discussion des résultats obtenus	350
3.4.1. Le capital humain	351
3.4.2. Le capital social.....	353
3.4.3. Les déterminants financiers et prévisionnels	353
3.4.4. Les autres déterminants	354
Conclusion du chapitre.....	357
Conclusion générale	359
Références Bibliographiques.....	370
Annexes	422
Liste des figures	445
Liste des graphiques	446-447

Liste des tableaux	448-449
Table des matières	450
Résumé	464

Résumé

Ces dernières années, un intérêt particulier a été accordé aux start-up par le gouvernement algérien. Cet intérêt s'est concrétisé notamment par la création en octobre 2020 de l'Algerian Startup Fund (ASF) qui est une société de capital risque. À travers cette thèse, l'objectif a été d'examiner les déterminants de la prise de décision au sein de l'ASF. Cette question a été abordée en tenant compte du rôle modérateur que peut jouer la maturité du marché de Capital Risque (CR) sur les déterminants de la prise de décision. Le recours à une méthodologie mixte montre que l'ASF attribue un poids plus important aux informations financières et prévisionnelles au détriment des signaux dans son processus de prise de décision de financement. Ces conclusions témoignent de la modération des déterminants de la prise de décision au sein de l'ASF par la variable maturité du marché de CR.

Mots-clés : start-up, capital risque, prise de décision, maturité du marché, signalisation, informations financières, méthode mixte, finance entrepreneuriale, Algerian Startup Fund, Algérie.

Summary

In recent years, the Algerian government has shown particular interest in start-ups. This interest has been concretised in particular by the creation in October 2020 of the Algerian Startup Fund (ASF) which is a venture capital company. Through this thesis, the objective has been to examine the determinants of decision-making within the ASF. This question was addressed by considering the moderating role that the maturity of the Venture Capital (VC) market can play on the determinants of decision-making. The use of a mixed methodology shows that the ASF gives more weight to financial and forecast information than to signals in its financing decision-making process. These findings indicate that the determinants of decision-making within the ASF are moderated by the VC market maturity variable.

Keywords: start-up, venture capital, decision-making, market maturity, signaling, financial information, mixed method, entrepreneurial finance, Algerian Startup Fund, Algeria.

ملخص

إهتماما كبيرا. تجسد هذا الاهتمام بشكل خاص من في السنوات الأخيرة ، أعطت الحكومة الجزائرية للمؤسسات الناشئة ، و الذي هو شركة رأس مال المخاطر. من خلال هذه 2020 خلال إنشاء صندوق الشركات الناشئة الجزائري في أكتوبر الأطروحة ، كان هدفنا هو فحص محددات اتخاذ القرار في صندوق الشركات الناشئة الجزائري. تمت معالجة هذا السؤال مع الأخذ في الاعتبار الدور الوسيط الذي يمكن أن يلعبه نضج سوق رأس المال المخاطر على محددات اتخاذ القرار. يُظهر يعطي أهمية أكبر للمعلومات المالية والتطلعية على صندوق الشركات الناشئة الجزائري استخدام منهجية مختلطة أن حساب الإشارات في عملية صنع القرار التمويلي. تشهد هذه الاستنتاجات على الدور الوسيط الذي يلعبه نضج سوق رأس المال المخاطر على محددات اتخاذ القرار داخل صندوق الشركات الناشئة الجزائري

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الناشئة ، رأس المال المخاطر ، اتخاذ القرار ، نضج السوق ، الإشارات ، المعلومات المالية ، الطريقة المختلطة ، الصندوق الجزائري لتمويل المؤسسات الناشئة، الجزائر.