



HAL
open science

L'identification des opportunités d'investissement en incertitude : le jugement intuitif des Business Angels dans le financement des firmes entrepreneuriales

Abdel Malik Ola

► **To cite this version:**

Abdel Malik Ola. L'identification des opportunités d'investissement en incertitude : le jugement intuitif des Business Angels dans le financement des firmes entrepreneuriales. Economies et finances. Université d'Angers, 2016. Français. NNT : 2016ANGE0032 . tel-01481174

HAL Id: tel-01481174

<https://theses.hal.science/tel-01481174>

Submitted on 2 Mar 2017

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

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

Thèse de Doctorat

Abdel Malik OLA

*Mémoire présenté en vue de l'obtention du
grade de Docteur de l'Université d'Angers
sous le sceau de l'Université Bretagne Loire*

École doctorale : DEGEST

Discipline : Sciences de gestion (Section 06)

Spécialité : Finance entrepreneuriale

Unité de recherche : GRANEM UMR-MA n°49

Laboratoire de recherche en économie-gestion de l'université d'Angers

Soutenue le 12 Décembre 2016

L'IDENTIFICATION DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT EN INCERTITUDE

Le jugement intuitif des *business angels* dans le financement des firmes
entrepreneuriales

JURY

Rapporteurs : **Peter WIRTZ**, Professeur des Universités, IAE Lyon
Marcus DEJARDIN, Professeur, Université de Namur (Belgique)

Examineurs : **Olivier BRANDOUY**, Professeur des Universités, Université de Bordeaux
Didier CHABAUD, Professeur des Universités, IAE de Paris
Peter KLEIN, Professeur, Baylor University (USA)

Directeur de Thèse : **Régis DUMOULIN**, Professeur des Universités, Université d'Angers

Co-encadrante de Thèse : **Catherine DEFFAINS-CRAPSKY**, Maître de Conférences-HDR,
Université d'Angers

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

L'IDENTIFICATION DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT EN INCERTITUDE : LE JUGEMENT INTUITIF DES *BUSINESS ANGELS* DANS LE FINANCEMENT DES FIRMES ENTREPRENEURIALES

Résumé : Nous analysons l'identification des opportunités d'investissement dans le cas spécifique du financement de l'amorçage des firmes porteuses d'innovation. L'absence d'informations pertinentes et objectives au démarrage remet en cause la capacité postulée des investisseurs à évaluer objectivement la rentabilité des firmes entrepreneuriales. Ainsi, nous étudions la vraie stratégie psycho-cognitive sous-jacente à la création du sens autour du potentiel des projets en nous focalisant sur un acteur spécifique, le Business Angel (BA). Nous postulons que la décision d'investissement suit un processus de jugement intuitif.

L'analyse qualitative des notes d'observation et des entretiens permet de construire un modèle décrivant la manière dont le BA produit *in situ* de nouveaux construits utiles dans sa perception. Nous mettons aussi en évidence des comportements réflexifs réduisant l'erreur dans sa décision. Ainsi, l'intuition du BA doit être vue comme une réelle approche de transformation situationnelle d'indicateurs à travers des manipulations langagières.

Nous offrons une nouvelle perspective dans la compréhension du comportement des capital-risqueurs qui sont susceptibles d'accompagner financièrement les firmes innovantes dès leur phase de démarrage. Nos résultats sont aussi généralisables à des contextes où l'aptitude intuitive devient une source d'efficacité décisionnelle. Nous faisons des propositions théoriques qui orienteront les recherches futures.

Mots clés : opportunité d'investissement, incertitude subjective, jugement intuitif, intuition créative, *sensemaking*, processus cognitif, alignement structurel.

INVESTMENT OPPORTUNITY IDENTIFICATION UNDER UNCERTAINTY : THE BUSINESS ANGELS'S INTUITING IN ENTREPRENEURIAL FIRMS FINANCING

Abstract : We analyze the investment opportunities's identification in the specific case of the innovative firm financing. The absence of relevant and objective information at the early stage weaken the investor's postulated ability in estimating objectively the profitability of the entrepreneurial firms. Then, we study the real cognitive strategy underlying the sensemaking process around the potential of the projects by focusing on a specific actor, the Business angel (BA). We argue that this investment follows a process of intuitive judgment.

The research design is a qualitative inductive approach with data collected by observation and interviews. We build a model of how the BA cognitively interpret the innovative firm's potential in order to invest. We highlight also cognitive practices in reducing bias and errors during the sensemaking process. The BA's intuition at early stage must be viewed as a processus of meaning construction through labelling and speech articulation.

This thesis contributes to a better understanding of venture capitalist behaviors at early stage as well as a better comprehension of how meaning can be created intuitively in uncertain context. Theoretical propositions are made for future research.

Key-words : investment opportunity, subjective uncertainty, intuitive judgment, creative intuition, sensemaking, cognitive process, structural mapping.

REMERCIEMENTS

Ce manuscrit et sa soutenance représentent la fin de quatre années de doctorat. Je tiens ici remercier toutes les personnes qui ont soutenu ou contribué à l'aboutissement de ce travail.

Tout d'abord, je remercie l'encadrement de ce travail à savoir le Professeur Régis DUMOULIN et Catherine DEFFAINS- CRAPSKY, Maître de conférence, pour avoir cru en moi en acceptant de diriger ce travail et en mettant tout en œuvre pour qu'il se déroule dans les meilleures conditions. Je vous remercie pour votre écoute, votre disponibilité, vos encouragements et surtout pour m'avoir souvent répété que vous croyez en moi et que j'en étais capable. J'y suis arrivé et encore une fois, je vous dis infiniment merci. J'espère être le bon enseignant-chercheur que vous avez voulu faire de moi.

Mes remerciements vont aux Professeurs Peter WIRTZ et Marcus DEJARDIN pour avoir accepté la tâche de rapporteur de mon travail doctoral malgré vos emplois du temps très chargés. Je remercie aussi les Professeurs Olivier BRANDOUY, Didier CHABAUD et Peter KLEIN pour avoir accepté apporter leur regard extérieur sur ce travail de recherche. A vous tous, je dis merci pour l'honneur que vous me faites par votre présence dans ce jury de thèse.

Je pense également aux intervenants du M2MCR (Master 2 Métiers du conseil et de la Recherche) qui ont été présents au départ de cette aventure et qui par leurs encouragements et propos, ont forgé en moi l'envie d'une carrière d'enseignant-chercheur. J'en profite aussi pour adresser un grand merci au service administratif du GRANEM qui a été toujours très efficace dans la résolution des contraintes jonchant cette aventure doctorale.

Ces dernières années ont été aussi l'occasion de belles rencontres aussi bien professionnelles qu'amicales. Je pense aux enseignants chercheurs du GRANEM que j'ai eu le plaisir de côtoyer durant toute cette période. Je pense à mes camarades et ami (es) doctorants avec qui j'ai partagé des bons et difficiles moments de la vie du laboratoire. Merci à Allan, Antoine, Arnaud, Aurore, Benjamin, Danielle, Florian, Karima, Mahmoud, Mickael, Olivier, Olga et Romain pour avoir été toujours là.

Merci à mes parents et à ma famille qui ont toujours cru en moi et ont tout mis en œuvre pour que ce rêve de docteur devienne réalité aujourd'hui. Merci pour toutes vos prières et je dirai tous simplement, je vous aime. Aux Dr Emiliane TAILLEBOIS et Dr Pascal DANNON, je ne saurais vous remercier pour avoir accepté des nuits de discussions et de relecture afin de rendre possible cet instant. J'espère simplement être plus disponible à partir de maintenant pour vous et bien vous le rendre.

Mes remerciements aux différents réseaux de Business Angels et aux investisseurs individuels (dont je tairai les noms pour des raisons de confidentialité) qui m'ont accordé leur attention et fait part de leurs récits de vie utilisés dans cette thèse.

Enfin, je pense à tous ceux que je n'ai pas pu citer et qui ont au moins une fois croisé ma route durant ces dernières années où je n'étais pas toujours agréable à vivre. Je vous dis un grand merci.

A Angers, le 9 Septembre 2016

Abdel Malik OLA

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	15
PARTIE 1 : CADRE CONCEPTUEL ET THEORIQUE	30
CHAPITRE 1 : L’OPPORTUNITE D’INVESTISSEMENT DANS LES FIRMES ENTREPRENEURIALES	31
Section 1 : Le financing escalator et l’equity gap dans le financement des firmes innovantes	33
1.1. Le financing escalator et l’equity gap.....	33
1.2. Les sources du gap financier	36
1.3. Les acteurs du financement au démarrage de la firme innovante.....	39
1.3.1. La banque	39
1.3.2. Le capital risque : l’institutionnel et l’informel.....	41
1.3.2.1. Les fonds de capital-risque formel ou institutionnel (VC)	41
1.3.2.2. Le capital risque informel.....	42
1.3.2.2.1. La love money	42
1.3.2.2.2. Les business angels (BA).....	43
1.3.2.2.3. Le crowdfunding (CF) ou le financement participatif	44
Section 2 : La firme entrepreneuriale dans le financement de l’innovation	50
2.1. La finance entrepreneuriale : la fragilité du champ de recherche.....	50
2.2. Les spécificités de la firme entrepreneuriale	51
2.3. Les mécanismes de gestion de l’incertitude et de l’asymétrie d’information.....	56
Section 3 : l’opportunité d’investissement : l’incertitude perçue par les apporteurs de capitaux en early stage.....	61
3.1. L’innovation et la firme entrepreneuriale	62
3.1.1. L’innovation et le marché.....	62
3.1.2. Innovation technologique et innovation administrative.....	63
3.1.3. Le degré de nouveauté ou l’innovativeness	64
3.2. L’investissement en amorçage et le paradigme de l’incertitude subjective	67
3.2.1. Les caractéristiques de l’investissement des BA en early stage.....	67
3.2.2. L’incertitude et la firme entrepreneuriale.....	70
3.2.3. L’opportunité d’investissement comme un objet subjectif de la décision.....	73
Section 4 : Conclusion du chapitre	76
CHAPITRE 2 : LE BUSINESS ANGEL ET L’EVALUATION DES PROJETS D’INNOVATION EN EARLY STAGE	79
Section 1 : Définition et caractéristiques du BA	80
1.1. La relation au risque des BA.....	81
1.2. Le BA investit personnellement son capital personnel	82
1.3. Le BA est un individu expérimenté.....	83
1.4. Le BA est un investisseur indépendant de la firme investie.....	84
1.5. La faible proportion du capital obtenue par le BA.....	85
1.6. Le BA est un investisseur actif.....	86
1.7. Les différentes typologies de BA.....	87
1.8. Les motivations des business angels : un acteur à la fois économique, hédoniste et altruiste	91
Section 2 : le processus d’évaluation des opportunités d’investissement par le BA.....	94
2.1. Le processus d’investissement des BA.....	94

2.2. Les critères ou les déterminants de l'évaluation des projets par le BA	97
2.2.1. La demande de capital : les critères de sélection par les BA	97
2.2.2. Le couple investisseur-investie : l'évaluation subjective par le BA	103
Section 3 : Conclusion du chapitre : le gap dans la littérature et la problématique de recherche	112
CHAPITRE 3 : L'APPAREIL PSYCHO-COGNITIF ET L'IDENTIFICATION DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT EN EARLY STAGE	117
Section 1 : La décision en incertitude : d'une approche comportementale à une analyse psycho-cognitive.	119
1.1. Le behaviorisme.....	119
1.2. La psychologie cognitive	121
Section 2 : Les diverses perspectives de définition de l'intuition	123
2.1. Définition générale.....	123
2.2. Les différentes perspectives dans la conceptualisation de l'intuition.....	125
2.2.1. La perspective de l'intuition biaisée.....	125
2.2.2. La théorie bi-systémique.....	126
2.2.3. La perspective naturaliste de la décision.....	129
2.2.4. La Somatic Marker Hypothesis.....	131
2.3. Les différentes caractéristiques de l'intuition.....	132
2.3.1. L'intuition et son ancrage expérientiel.....	132
2.3.2. La non-conscience du processus intuitif.....	134
2.3.3. L'intuition comme un mécanisme rapide d'association holistique.....	137
2.3.4. Le jugement intuitif et sa composante affective.....	139
2.3.5. Le jugement intuitif comme une solution efficace, économe en ressources cognitives.....	141
2.3.6. L'intuition et le recours substantiel aux données non factuelles.....	144
Section 3 : Le processus de décision intuitif.....	148
3.1. Le jugement intuitif : le processus de reconnaissance et les schémas mentaux	148
3.1.1. Les schémas ou cadres mentaux.....	148
3.1.2. Le processus de reconnaissance des schémas ou des modèles.....	151
3.2. Le raisonnement analogique ou l'alignement structurel.....	158
3.2.1. Définition d'une situation par la SMT	158
3.2.2. La SMT et le concept de similarité.....	160
3.2.3. La SMT et les métaphores conceptuelles	165
3.3. La versatilité cognitive et la création de sens en incertitude	167
Section 4 : Conclusion du Chapitre.....	173
PARTIE 2 : ANALYSE EMPIRIQUE ET MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE 179	
CHAPITRE 4 : EPISTEMOLOGIE ET METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	180
Section 1 : Une démarche qualitative exploratoire pour l'étude des opportunités d'investissement	180
1.1. Un positionnement épistémologique interprétatif.....	180
1.2. La méthodologie qualitative interprétative	187
1.3. La nature du raisonnement suivi : l'abduction	189
1.4. La validité d'une recherche qualitative interprétative	191
Section 2 : le choix du terrain, l'accès à la population et l'analyse des données	194
2.1. Les Business Angels français : état du phénomène en France.....	194
2.2. La collecte des données empiriques.....	195
2.2.1. Présentation des réseaux partenaires	195

2.2.2. La collecte des données	199
2.2.2.1. L'immersion dans le terrain.....	200
2.2.2.2. L'observation non participante	205
2.2.2.3. Entretiens phénoménologiques	208
Section 3 : Démarche d'analyse des données.....	212
3.1. Analyse des données d'observations.....	213
3.2. Analyse des entretiens.....	220
3.2.1. Une analyse assistée par NVIVO	220
3.2.2. Analyse des entretiens	222
3.2.2.1. L'analyse de premier ordre.....	222
3.2.2.2. L'analyse de second ordre	223
3.2.2.3. Les catégories agrégées et le modèle théorique	224
Section 4 : Les limites de notre design de recherche	225
Section 5 : Conclusion sur le chapitre 4	228
CHAPITRE 5 : LE MECANISME COGNITIF ET LE SENS CREE PAR LES BUSINESS ANGELS EN SITUATION	229
Section 1 : Le processus cognitif chez les Business Angels en situation d'instruction .	229
1.1. Rappel de la démarche d'analyse.....	230
1.2. La structure du raisonnement en situation réelle des Business Angels	231
1.2.1. Les catégories mentales de l'instruction.....	231
1.2.1.1. La catégorie mentale « Technologie »	232
1.2.1.2. La catégorie mentale « Marché ».....	233
1.2.1.3. La catégorie mentale « Entrepreneur ».....	233
1.2.1.4. La catégorie mentale « Autres »	234
1.2.2. La structure du processus cognitif des acteurs	236
Section 2 : La création du sens par les Business Angels.....	245
2.1. Rappel de la démarche d'analyse.....	246
2.2. L'auto-perception des BA sur l'identification des opportunités d'investissement.....	247
2.2.1. L'innovation selon le Business Angels	247
2.2.2. L'investissement à la phase d'amorçage	250
2.2.3. L'influence du degré d'innovation et de la précocité sur la décision d'investissement des Business Angels.....	253
2.3. L'identification des opportunités d'investissement par le BA : les dimensions du sens créé.	257
2.3.1. L'identification des opportunités d'investissement : la dimension « EQUIPE »	258
2.3.2. Les différents aspects de l'inférence vers l'équipe	259
2.3.2.1. L'intuition sur la capacité d'exécution de l'équipe.....	260
2.3.2.2. L'intuition sur « la vision de l'équipe ».....	270
2.2.3. L'évaluation de la capacité d'exécution et de la vision de l'Equipe.....	276
2.2.3.1. Les antécédents.....	276
2.2.3.1.1. Les caractéristiques individuelles des entrepreneurs	276
2.2.3.1.2. La complémentarité d'une équipe.....	278
2.2.3.1.3. Le capital social de l'équipe.....	279
2.2.3.2. L'acceptabilité perçue	282
2.2.3.2.1. L'identification des besoins.....	283
2.2.3.2.2. La connaissance de la compétition et la légitimité du produit.....	285
2.2.3.2.3. L'évangélisation du marché.....	289
2.2.3.2.4. L'acceptabilité perçue vue à travers la théorie de l'alignement structurel	291
2.2.3.3. La faisabilité perçue.....	292

2.2.3.3.1. L'implémentation technique	293
2.2.3.3.2. La résilience économique et financière du projet.....	295
2.2.3.3.3. La capacité de gouvernance	297
2.2.3.3.4. La faisabilité perçue vue à travers la théorie de l'alignement structurel	299
2.2.3.4. La monétisation durable de l'offre ou le go to market.....	301
2.2.3.4.1. La pénétration du marché.....	302
2.2.3.4.2. Les barrières à l'entrée	305
2.2.3.4.3. La durabilité.....	307
2.2.3.4.4. La monétisation de l'offre vue à travers la théorie de l'alignement structurel.....	309
2.2.3.5. Les labellisations extérieures.....	310
2.2.3.5.1. Les labélisations institutionnelles et non institutionnelles	311
2.2.3.5.2. Les labellisations extérieures vues à travers la théorie de l'alignement structurel.....	313
2.4. L'importance du club dans la perception des opportunités d'investissement : la dimension « influence du collectif »	314
2.4.1. Le besoin de sens	315
2.4.2. Le partage de sens	319
Section 3 : Conclusion du chapitre : Un modèle dynamique de l'identification des opportunités d'investissement par les BA en amorçage.....	323
CHAPITRE 6 : MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE DES RESULTATS	330
Section 1 : Rappel du contexte et des résultats de la recherche	330
Section 2 : La cohérence interne et la validité externe de la connaissance produite ...	332
2.1. Pourquoi cette étude ?	333
2.2. Pourquoi étudier ce contexte ?.....	334
2.3. Qu'est ce que j'étudie et pourquoi ?	334
2.4. Comment s'est déroulée l'étude ?	335
2.5. Validation externe.....	336
Section 3 : Mise en perspective théorique des résultats.....	337
3.1. La finance entrepreneuriale et l'influence de l'incertitude	337
3.2. Les stratégies mises en œuvre pour affronter l'incertitude dans l'industrie du capital risque.....	340
3.3. Les critères de la décision d'investissement dans les projets en amorçage	343
3.4. L'incertitude et la décision entrepreneuriale	355
3.5. Le processus de jugement intuitif dans la littérature managériale.....	363
Section 4 : Conclusion du chapitre	372
CONCLUSION GENERALE	373
Section 1 : Démarche suivie	373
Section 2 : Les contributions théoriques	374
2.1. Vers un changement paradigmatique pour la finance entrepreneuriale.....	374
2.2. La plus value de l'analyse du processus de raisonnement situé des BA.....	375
2.3. Vers plus d'analyse de la cognition entrepreneuriale à travers le processus.....	377
2.4. Contribution à la conceptualisation de l'intuition créative	377
Section 3 : La pertinence d'une approche méthodologique pour mesurer l'intuition créative	378
Section 4 : Les contributions managériales de la thèse	379
Section 5 : Les limites de la recherche	381
Section 6 : Les perspectives de recherche futures.....	383
Section 7 : Conclusion	386

Bibliographie.....	387
ANNEXES.....	413

TABLE DES FIGURES

Figure 1: Structure générale de la thèse.....	29
Figure 2: Financement de la jeune firme innovante (Source franceangels.org).....	35
Figure 3: Innovation stratégique : degré d'innovation (d'après Moingeon et Lehmann-Ortega (2006) dans Asselineau (2010)).....	65
Figure 4: Etat de l'activité des BA en Europe (Source Eban.org).....	68
Figure 5: Comparaison des BA associés à des réseaux (BAN) et le total estimé de BA en Europe (Source Statistique 2015 Eban).....	81
Figure 6: Une catégorisation des investisseurs informels Source (Sørheim et Landström, 2001).....	90
Figure 7: Les différents critères de sélection des projets en early stage. Elle montre une large variété de critère (Maxwell et al., 2011).....	102
Figure 8: Approche de sélection objective et subjective par les BA (source auteur).....	112
Figure 9: Continuum de score du CSI (La Pira, 2011; p.7).....	127
Figure 10: Processus de décision intuitive en situation selon la NDM (Lebraty (2007) extrait de Klein (2004)).....	153
Figure 11: Recognition-Primed Decision (Klein 2003).....	155
Figure 12: l'analogie comme alignement structurel (Source Gentner et Smith, 2012).....	163
Figure 13: : Représentation de la versatilité cognitive (Hodgkinson et Clarke, 2007).....	168
Figure 14: : La contribution du processus de raisonnement à une meilleure compréhension de l'utilité des différents paramètres de sélection (Source auteur).	177
Figure 15: Processus de décision des Business Angels (Source auteur).....	198
Figure 16: Evolution de l'immersion dans la réalité de l'évaluation des projets en amorçage avec les dates clés (Source auteur).....	200
Figure 17: Répartition générale des catégories mentales par projet.....	232
Figure 18: Répartition des catégories mentales par acteur (en ordonnées, le nombre d'unités informationnelles relatives à chaque catégorie mentale).....	235
Figure 19: Distribution des formes discursives selon les projets.....	236
Figure 20: Distribution des formes discursives selon les acteurs (en ordonnées, le nombre d'unités informationnelles relatives à chaque forme discursive).....	241
Figure 21: Répartition des catégories mentales en fonction des différentes formes discursives pour les BA (En abscisse : RPO = relation de premier ordre ; ROE = relation d'ordre élevé ; en ordonnée : le nombre d'unités d'informationnelles).....	242
Figure 22: Répartition des catégories mentales en fonction des différentes formes discursives pour les porteurs (En abscisse : RPO = relation de premier ordre ; ROE = relation d'ordre élevé ; en ordonnée : le nombre d'unités d'informationnelles).....	242
Figure 23: Structure des données relatives à la dimension équipe.....	260
Figure 24: Extraction issue de Nvivo montrant les liens entre les différentes valeurs humaines, la vision et la capacité d'exécution (onglet exploration dans Nvivo 10).....	275
Figure 25: Structure des données relatives à la dimension « antécédents ».....	276
Figure 26: Structure des données relatives à la dimension « acceptabilité perçue ».....	283
Figure 27: Structure des données relatives à la dimension faisabilité perçue.....	293
Figure 28: Structure des données relatives à la dimension « monétisation durable de l'offre ».....	302
Figure 29: Structure des données relatives à la dimension labellisation extérieure.....	311
Figure 30: Structure des données sur la dimension « influence du collectif ».....	315
Figure 31: Modèle général de l'identification des opportunités d'investissement dans les réseaux de business Angels (source auteur).....	325
Figure 32: Processus de décision dans le capital risque selon (Tyebjee et Bruno, 1984).....	345

Figure 33: Récapitulatif des principaux axes de recherche sur l'identification des opportunités entrepreneuriales (source auteur)..... 357

TABLE DES TABLEAUX

Tableau 1: Comparaison des différentes sources de financement au démarrage de la firme innovante (inspiré de Bonnet et Wirtz 2011; Bessière et Stéphanie 2015b).....	49
Tableau 2: Récapitulatif de l'évolution de la conceptualisation d'une opportunité d'investissement dans le cadre du financement de l'innovation (Source auteur).....	77
Tableau 3: Dimensions de catégorisation des BA selon Lahti (2011).....	88
Tableau 4: : Récapitulatif des 4 études sur le processus de perception des investisseurs informels (Source auteur).....	109
Tableau 5: : Récapitulatif des caractéristiques du jugement intuitif (Source Auteur).....	147
Tableau 6: Différentes formes de similarité Gentner (1983 ; p.161).....	160
Tableau 7: Comparaison de l'alignement structurel et du mécanisme de la reconnaissance des schémas (source auteur).....	172
Tableau 8: Hypothèses des différents cadres épistémologiques répertoriés en science de gestion (inspiré de Avenier et Thomas (2015:p.71) et Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte (2014:p.607)).....	186
Tableau 9: Points de validité de notre étude (inspiré de Pratt, 2008 : p.503).....	193
Tableau 10: : caractéristiques des projets suivies en instruction (sources auteur).....	207
Tableau 11: Caractéristiques des investisseurs interviewés (Source auteur).....	211
Tableau 12: Grille de codage avec les différentes formes discursives (inspiré de Grégoire et al, 2010 : p.420).....	217
Tableau 13: Exemple de codage des matériaux d'observation (Source auteur).....	219
Tableau 14: Catégorie mentale « Technologie ».....	232
Tableau 15: Catégorie mentale « Marché ».....	233
Tableau 16: Catégorie mentale « Entrepreneur ».....	234
Tableau 17: Catégorie mentale « Autres ».....	234
Tableau 18: Exemples des attributs superficiels.....	237
Tableau 19: Exemples de relations de premier ordre.....	238
Tableau 20: : Exemples des relations d'ordre élevé des acteurs.....	239
Tableau 21: Détails sur les relations d'ordre élevé énoncées par les BA.....	240
Tableau 22: Verbatim sur l'idée d'innovation.....	249
Tableau 23: : Verbatim sur les caractéristiques de l'amorçage.....	251
Tableau 24: Verbatim sur la nature de la décision des BA.....	255
Tableau 25: Verbatim supplémentaires sur « la capacité d'exécution de l'équipe ».....	261
Tableau 26: Verbatim supplémentaires illustratifs de « la réactivité et de la rapidité ».....	262
Tableau 27: Verbatim supplémentaires illustratifs du « besoin de leadership ».....	263
Tableau 28: Verbatim supplémentaires illustratifs de « la capacité à remettre en cause »....	264
Tableau 29: Verbatim supplémentaires sur « la capacité de communication ».....	265
Tableau 30: Verbatim supplémentaires sur « la capacité de bootstrapping ».....	266
Tableau 31: Verbatim supplémentaires sur « la capacité d'écoute et de discussion ».....	266
Tableau 32: Verbatim supplémentaires sur « la capacité à collaborer ».....	267
Tableau 33: Verbatim supplémentaires sur « l'agilité intellectuelle ».....	268
Tableau 34: Verbatim supplémentaires sur « la rigueur, la maîtrise des chiffres et la cohérence».....	269
Tableau 35: Verbatim supplémentaires sur « la vision ».....	272
Tableau 36: Verbatim supplémentaires sur « l'identification des besoins ».....	285
Tableau 37: Verbatim sur « la connaissance de la concurrence et la légitimité ».....	288
Tableau 38: Verbatim supplémentaires sur « l'évangélisation du marché ».....	290
Tableau 39: Récapitulatif de la dimension « acceptabilité perçue » (source auteur).....	291
Tableau 40: Verbatim supplémentaires sur « l'implémentation technique ».....	294

Tableau 41: Verbatim supplémentaires sur « la résilience économique et financière ».....	297
Tableau 42: Verbatim supplémentaires sur « la gouvernance ».....	299
Tableau 43: : Récapitulatif sur la dimension « faisabilité perçue »	300
Tableau 44: Verbatim supplémentaires sur « la pénétration du marché ».....	304
Tableau 45: Verbatim supplémentaires sur « les barrières à l'entrée ».....	306
Tableau 46: Verbatim supplémentaires sur « la durabilité »	308
Tableau 47: Récapitulatif de la dimension « monétisation de l'offre ».....	309
Tableau 48: Verbatim supplémentaires sur « les labellisations extérieures ».....	313
Tableau 49: Récapitulatif de la dimension « les labellisations extérieures »	314
Tableau 50: Verbatim supplémentaires sur « le besoin de sens ».....	318
Tableau 51: Verbatim supplémentaire sur « le partage de sens ».....	322

INTRODUCTION GENERALE

L'innovation est reconnue comme essentielle au développement économique dans divers pays. Elle se définit comme : « *the implementation of a new or a significantly improved product (good or service) or process, a new marketing method, or a new organisational method in business practices, workplace organization or external relations* » (OECD, 2015, p.16). La nouveauté ou l'idée améliorée va au-delà de la simple activité de recherche et développement ou de son aspect technologique. Tous les secteurs d'activité peuvent être concernés à condition que la nouveauté influence le marché ciblé ou l'économie mondiale de façon plus générale.

L'importance de l'innovation dans les pays développés s'explique par la difficulté à obtenir aujourd'hui de la croissance sur la seule base de l'accumulation du capital de production (EVCA, 2013)¹. La démarche d'innovation leur permet d'explorer de nouvelles perspectives qui peuvent orienter le développement économique. Son impact s'observe sur la productivité, la compétitivité et donc la croissance (Chaston et Sadler-Smith, 2012; Lerner et Watson, 2008; EVCA, 2013 ; Bottazzi et al., 2002). Malgré le fait que ces effets soient difficilement quantifiables, elle explique au moins 50% de la croissance économique européenne (OCDE, 2015). Un rapport de la commission européenne en 2011 montrait déjà que les pays qui ont fait des investissements substantiels en faveur de l'innovation (Allemagne et Suède) entre 2004 et 2008 avaient un niveau de croissance du PIB plus élevé en 2010 comparativement à des pays comme la Grèce et la Lettonie qui ont moins investi sur la même période. L'innovation conduit à l'émergence de nouvelles idées, de nouveaux entrepreneurs et de nouveaux modèles d'affaires (OCDE, 2015). Elle crée ainsi de nouveaux marchés, de nouvelles sources de revenus et de l'emploi à l'échelle de l'économie. Le schéma est identique aux USA, les firmes porteuses d'innovation et à forte croissance jouant un rôle significatif dans la création d'emplois et contribuant substantiellement à l'économie (Morrisette, 2007; Sohl, 1999; Sudek, 2006). Ces firmes contribuent à hauteur de 50% environ à la création de l'emploi aux USA, participent à la multiplication des opportunités économiques et donc favorisent la croissance dans leurs industries respectives (Fondation Kauffman, 2016)². L'innovation devient donc une force indéniable pour l'ensemble des économies.

¹ Théorie de la croissance d'Adam Smith : augmentation du capital-division de travail accrue-productivité accrue- richesse croissante

² http://www.kauffman.org/~media/kauffman_org/resources/2016/entrepreneurship%20policy%20digest/pd_highgrowth060716.pdf

Le soutien à l'innovation se retrouve de plus en plus au cœur de la politique de développement des gouvernements. Les efforts sont aussi bien à l'échelle macroéconomique (programme horizon 2020 en Europe par exemple) mais aussi à l'échelle de chaque pays et de chaque entité économique. Ils ont pour but de faciliter l'investissement dans les activités innovantes. L'investissement est relatif à tous les niveaux, c'est-à-dire dans les activités de recherche et développement mais aussi dans la diffusion et la commercialisation des idées nouvelles. L'accès aux ressources est un facteur clé de soutien à l'innovation. Il pose la question du marché des capitaux disponibles pour les investissements de la firme porteuse de l'innovation. Le financement en capitaux externes est important pour ces firmes à leur démarrage (Hisrich et Jankowicz, 1990; Tyebjee et Bruno, 1984). S'il est plus facile pour les firmes matures de financer leur stratégie d'innovation, l'accès au financement pour les firmes nouvelles indépendantes est plus complexe. Nous nous intéressons au cas de cette dernière. Le financement de son projet d'innovation au démarrage a un double enjeu : apporter des ressources financières et détecter très tôt les idées qui sont susceptibles de se développer et de créer de la valeur (Bessière et Stéphany, 2015). Le marché du capital des firmes innovantes ou marché du capital-risque est souvent décrit comme inefficent à cause de la difficulté de la demande à trouver l'offre correspondante (Mason et Harrison, 1995; Sohl, 1999).

Thème général : Le financement de l'innovation

Le financement des firmes porteuses d'innovation se décrit suivant deux axes : les phases de développement et les acteurs du financement. Suivant le premier axe, l'évolution de la firme innovante peut se résumer en deux grandes étapes : (1) le démarrage qui regroupe la conception de l'idée, l'adéquation du produit au marché et le début des activités commerciales (*seed* et *early stage* ou amorçage) ; (2) le *late stage* où la firme développe son activité avec des profits importants (European Private Equity and Venture Capital Association, 2014). Les limites entre les différentes phases sont poreuses avec les étapes du démarrage reconnues comme les plus complexes et risquées (Aernoudt et San José, 2003; Aram, 1989). Pour ce qui est du second axe, les acteurs du financement sont multiples et ont des finalités différentes. Ils peuvent être classés en deux groupes : les investisseurs informels regroupant des acteurs qui, sans être des professionnels, décident personnellement de l'allocation de leurs ressources ; les investisseurs formels qui sont des experts allouant des capitaux apportés par autrui dans des firmes privées (Avdeitchikova, 2008; Bygrave et al., 2003; Farrell et al., 2008; Sørheim et Landström, 2001). Les investisseurs informels sont plus importants dans la phase de démarrage alors que les acteurs formels interviennent plus en *late*

stage (Baromètre EY 2015 ; AFIC Etudes 2015)³. Dans un schéma de fonctionnement optimal, l'accompagnement au démarrage doit permettre d'offrir des opportunités d'investissement aux investisseurs en *late stage*. C'est le *financing escalator* (Mason, 2010; Mason et Harrison, 2000). Cependant, il existe un déséquilibre sur ce marché des capitaux surtout à la phase de démarrage, ce qui crée un *gap* financier (Mason et Harrison, 1995). Une partie substantielle des projets d'innovation peine à trouver les financements nécessaires. La première explication de ce *gap* est l'insuffisance de l'offre pour couvrir les demandes de capitaux (Mason et Harrison, 2002). Les projets d'innovation à cette phase sont considérés comme très peu rentables à court terme, très risqués et donc attirent moins les investisseurs en capitaux. De plus, les investisseurs sont souvent spécialisés selon les secteurs d'activité et regroupés dans les grandes zones d'activités financières créant un *gap* sectoriel et géographique (Denis, 2004; Fried et Hisrich, 1994; Mason et al., 2013). Nous nous intéressons à l'*early stage* ou amorçage de la firme porteuse d'innovation à cause de son importance dans le développement de l'innovation. C'est à cette phase que les entrepreneurs doivent s'interroger sur le fait que l'idée qu'ils portent va être endossée par le marché et ainsi permettre de gagner de l'argent. Ils ont ainsi besoin de capitaux qu'ils recherchent très souvent chez des investisseurs externes.

L'argument de la faiblesse des revenus et du niveau élevé du risque est souvent avancé par les investisseurs formels professionnels. Pour ce qui est des *Business Angels* (BA par la suite) ou d'autres investisseurs privés informels qui choisissent volontairement l'investissement en *early stage* des firmes porteuses d'innovation, l'argument est tout autre. En effet, ils représentent aujourd'hui la plus grande partie du financement des projets d'innovation dans cette phase de développement. Un BA est un individu qui décide d'affecter personnellement une partie de son patrimoine au financement des premières années de vie de la firme privée porteuse d'innovation (Freear et al., 1994; Paul et al., 2007; Prowse, 1998; Sudek, 2006). Il apporte du capital de long terme mais aussi ses expériences, ses connaissances et son réseau aux entrepreneurs. De belles histoires d'entreprises comme Apple, Amazon, Microsoft pour ne citer que celles-là doivent leur essor à des BA qui ont cru très tôt à leur potentiel (Ramadani, 2009; Sohl, 1999). Ces investisseurs affirment n'utiliser qu'une faible part de leur patrimoine susceptible d'être consacré au démarrage de ces firmes

³ <http://www.ey.com/FR/fr/Services/Strategic-Growth-Markets/EY-barometre-du-capital-risque-france>
http://www.afic.asso.fr/dl.php?table=ani_fichiers&nom_file=AFIC-Etudes-2016-Activite-2015-VERSION-FINALE-11.pdf&chemin=uploads/_afic

(Gaston, 1989; Mason, 2009). Des anecdotes présentes dans la presse et des propos collectés auprès des premiers BA ou experts que nous avons rencontrés au début de notre thèse, montrent que c'est plutôt la qualité des projets qui est mise en cause. La faible qualité de la demande réduit l'activité d'investissement au démarrage selon ce second argument (Mason et Harrison, 2002 ; Prowse, 1998).

Les efforts pour augmenter l'offre de capital sur le marché et la rendre plus visible sont louables. En se recentrant sur les BA, on peut décompter en France aujourd'hui 76 réseaux de BA avec 10 000 investisseurs fédérés depuis 2001 et publiquement visibles. Ces réseaux ont traité 10 000 dossiers en 2015. Ils sont parties prenantes de l'écosystème entrepreneurial dans les différentes régions de France et sont fortement connectés aux Chambres de Commerce et aux incubateurs. Ils organisent et parrainent régulièrement des événements entrepreneuriaux organisés au sein des territoires. Les efforts fiscaux en faveur de ces investisseurs individuels sont aussi importants. Les BA français ont réalisé 386 opérations de financement pour un montant total de 41,2 millions d'€ et un investissement moyen de 143 000€ par projet en 2015 (confère franceangels.org). L'activité d'investissement des BA se développe relativement bien dans l'hexagone même si des efforts restent à faire. Un écosystème entrepreneurial semble être bien en place. L'argument d'invisibilité de l'offre peut donc être considéré comme moins important. Cependant, malgré le fait que leurs flux de projets sont impressionnants, les opportunités d'investissement ne sont pas systématiquement présentes (386 projets investis sur 10 000 dossiers reçus en 2015). Si les raisons de ce filtrage drastique peuvent être diverses, la question de la qualité d'un projet susceptible d'attirer un investisseur se pose aussi. Ce qui représente un bon projet à l'*early stage* est plus complexe à définir. La plupart des travaux ont étudié la sélection des projets au démarrage en énumérant les critères importants dans le choix des investisseurs mais nous sommes toujours privés d'une compréhension globale du mécanisme de perception des opportunités d'investissement par les BA. Les efforts pour augmenter l'offre de capital risque seront plus pertinents si nous maîtrisons mieux le processus d'identification des opportunités au démarrage de la firme porteuse d'innovation. La première étude sur les préférences d'investissement des BA remonte aux travaux de Wetzel (1983). Après toutes ces années et de multitudes de travaux, Huang et Pearce affirmaient en 2015 que nous commençons à peine à comprendre cette perception. Ainsi, la compréhension du financement de la jeune firme innovante reste un axe de recherche important et regorge d'un réel potentiel. C'est sous ce thème que nous souhaitons inscrire nos travaux.

Objet : Opportunité d'investissement dans une firme porteuse d'innovation à son démarrage

Nous définissons une opportunité d'investissement comme un projet d'innovation porté par une firme indépendante et qui selon les perceptions d'un apporteur de capital est susceptible de créer de la valeur. La nature particulière de ce type de firme remet en cause la définition classique et communément acquise selon laquelle une opportunité n'existe qu'en cas d'excédent des revenus anticipés sur les coûts induits. Il est impossible de faire des prévisions de rentabilité pour les projets d'innovation dès la phase de démarrage (Denis, 2004). En appliquant les postulats de la finance moderne, les théoriciens en finance entrepreneuriale vont caractériser la firme porteuse d'innovation comme extrêmement risquée à cause de l'asymétrie d'information et des risques d'agence (Cumming et Vismara, 2016; Manigart et al., 1997; St-Pierre et Fadil, 2011). Ils supposent donc que l'information critique et juste sur un projet d'innovation est détenue par l'entrepreneur ou certains acteurs dans l'environnement et qu'il incombe à l'investisseur de créer les conditions d'accès à ces indicateurs critiques à sa décision. Divers travaux ont mis l'accent sur le rôle de la confiance. La confiance perçue permet à l'investisseur de mesurer la qualité de la communication avec les porteurs de projet (Scarborough et al. 2013; Bammens et Collewaert 2014; Maxwell et Lévesque 2014). Ce degré de confiance est aussi influencé par les caractéristiques du référent ou de la source du projet. La qualité du réseau est perçue comme une composante essentielle du comportement d'investissement au démarrage. Pour ces différents auteurs, l'évaluation pré-investissement permet de prédire si l'échange d'informations entre les parties sera efficace pour surmonter l'asymétrie d'information.

La vraie nature de la firme indépendante porteuse d'innovation en amorçage est tout autre selon nous. Encore appelée firme entrepreneuriale, sa stratégie consiste à bouleverser le marché en apportant une idée nouvelle (Carland et al., 1984; Pettit et Singer, 1985). Elle est encore appelée *startup* ou gazelle pour désigner le fait que le caractère nouveau de l'idée qu'elle porte va lui permettre de croître rapidement et durablement comparativement à la plupart des autres entreprises qui se créent. La dénomination « firme entrepreneuriale » est un statut transitoire que ces gazelles ont à leur démarrage (Sohl, 1999). Cette catégorie de firme ne dispose pas de référents sur le marché, ce qui rend complexe toute anticipation objective de ces flux de revenus. L'information crédible et pertinente n'existe tout simplement pas encore (Bonnet et Wirtz, 2011; Kerr et al., 2014). Le caractère nouveau combiné à la précocité de l'investissement en démarrage confère une nature incertaine à la firme entrepreneuriale. L'évaluation pré-investissement ne peut se résumer à un simple jugement sur les risques

induits par l'asymétrie d'information. L'investisseur doit procéder à une évaluation du potentiel de l'idée nonobstant le manque d'information pertinente.

L'objet incertain par définition influence la décision humaine à travers la structure du raisonnement qu'adopte l'individu (Hoppe, 2007; Lipshitz et Strauss, 1997; McMullen et Shepherd, 2006). Il remet en cause le calcul des probabilités objectives comme mode de décision pertinent. Le cas incertain est unique et c'est le jugement personnel de l'acteur qui lui permet d'inférer le futur sans aucune base empirique. En considérant la décision d'investissement dans les firmes entrepreneuriales comme une décision stratégique, il devient nécessaire de s'interroger sur la forme du raisonnement de l'apporteur de capital. Evaluer un projet en l'absence d'informations crédibles et pertinentes demande de s'interroger sur le rôle de la cognition de l'investisseur dans ce jugement (Bessière, 2015). Les approches par les critères de sélection décrivent les éléments susceptibles d'interpeller l'investisseur mais nous ne cernons pas comment il procède pour les jauger en l'absence d'informations pertinentes. La confiance est supposée être au centre de la perception de l'investisseur (Harrison et al., 1997; Maxwell et Lévesque, 2014; Scarbrough et al., 2013) mais le réel processus cognitif qui mène à son émergence est très peu connu. Cette confiance peut être vue comme un simple ressenti ou une empathie à un moment donné, mais nous voulons croire qu'elle va au-delà d'une alchimie non explicable. Si les BA s'organisent pour améliorer la pratique d'évaluation des projets, une logique doit être sous-jacente à leur perception d'une opportunité d'investissement. Malgré les sollicitations anciennes de Hisrich et Jankowicz (1990) et Moesel et Fiet (2001), la recherche a très peu analysé la structure du raisonnement dans ce cadre spécifique d'investissement. Huang et Pearce (2015), reconnaissant pleinement l'influence de l'incertitude, décrivent la prédominance de l'intuition ou du *gut feeling* dans cet investissement. Ils affirment que l'intuition est fortement ancrée dans l'expérience personnelle du BA mais leur analyse décrit plus l'état final de la décision que la stratégie cognitive de perception.

En réinterrogeant la littérature existante sur la décision des BA avec la caractérisation de l'incertitude autour des firmes entrepreneuriales, il ressort un *gap* lié à la description de la stratégie cognitive d'investissement. Cette dernière désigne la manière dont un acteur utilise ses expériences et ses préférences cognitives afin de traiter les informations ou indicateurs disponibles dans une situation de décision (Cools et Van den Broeck, 2007; Vance et al., 2007). Elle mesure le comportement réel ou la vraie approche de réflexion déployée pour résoudre un problème. En ne décrivant pas cette stratégie cognitive, la recherche sur la perception par les BA nous semble limitée. Pourtant, cet acteur offre la possibilité de

comprendre la manière dont advient la perception d'une opportunité d'investissement en lien avec la firme entrepreneuriale. Il est capable d'identifier les projets susceptibles de créer de la valeur afin d'y investir personnellement. Il peut donc se laisser guider par son propre mécanisme de décision. Face à ce manque dans la littérature de façon générale et dans le contexte français en particulier, notre objectif est de répondre à la question générale suivante :

« Comment le Business Angel sélectionne et traite les informations autour d'un projet entrepreneurial en early stage ou amorçage afin d'y déceler une opportunité d'investissement ? ».

Cadre théorique et sous-questions de recherche

Afin d'intégrer pleinement l'influence de l'incertitude qui caractérise les firmes entrepreneuriales, il est nécessaire de considérer la décision d'investissement comme une décision individuelle stratégique. La théorie de la décision en management a énormément évolué pour décrire comment les individus présents dans les organisations s'adaptent à des contextes dépourvus d'informations crédibles et objectives (Coget et al., 2011; Mintzberg et al., 1976). Elle a emprunté à la psychologie cognitive des cadres d'explication pertinents permettant de comprendre comment l'individu traite subjectivement l'information ou interprète les situations ambiguës et incertaines (Rascol-Boutard et Briole, 2004; Vandebosch et Higgins, 1996). Dans ces dernières, l'acteur crée du sens subjectivement afin d'orienter ses décisions (Weick et al., 2005). Il crée de façon active les indicateurs qui ont du sens dans sa perception personnelle des situations. Le décideur n'est pas simplement un individu moyen biaisé par l'incertitude dans sa prise de décision parce que utilisant des heuristiques simplificatrices de la réalité (Tversky et Kahneman, 1974). Il est capable de déployer des stratégies cognitives efficaces qui lui permettent de percevoir du sens là où d'autres sont ignorants (Laroche et Nioche, 2006; Salas et al., 2010). Il procède à un jugement dit intuitif qui par définition est un mode de décision plus rapide, moins stressant, plus accommodant et plus adapté aux données (Mintzberg et al., 1976). Le jugement intuitif est un mode de décision non conscient qui permet aux individus dans des situations incertaines, grâce à leurs expériences, d'avoir une perception holistique des situations (Burke et Miller, 1999; Hodgkinson et al., 2008; Sadler-Smith et Shefy, 2004). Il permet, lorsque aucune approche de décision universellement acceptée n'existe et qu'il y a une contrainte de temps, de réduire la marge d'erreur dans le choix (Clarke et Mackaness, 2001; Kahneman et Klein, 2009; Khatri et Ng, 2000; Sinclair et Ashkanasy, 2005).

Le mode de raisonnement peut être cerné à travers les arguments discursifs d'un individu (Ericsson, 2002; Highhouse, 1994; Isenberg, 1986). Dans une situation réelle de décision, l'acteur utilise divers construits ou arguments pour son interprétation quand il n'a pas de processus de décision prédéfini. La littérature psycho-cognitive décrit deux types d'arguments de raisonnement : les similarités superficielles et les similarités relationnelles ou structurelles (Gentner, 1983; Grégoire et al., 2010). La prégnance de l'un ou de l'autre oriente la nature du processus intuitif. En interprétant une nouvelle solution, l'individu peut rechercher substantiellement des similarités superficielles entre le cas ambigu et son expérience. Il raisonne ainsi par reconnaissance de schéma (Klein, 2008; Lipshitz et al., 2001). Une similarité superficielle est apparente, c'est-à-dire que les caractéristiques communes aux cas sont observables directement par les acteurs. La compréhension de la nouvelle situation se définit en fonction du rapprochement direct entre les schémas cognitifs de l'acteur et les caractéristiques de la nouvelle situation. Dans ce cas, l'interprétation et l'action sont le fruit d'un comportement passé. L'intuition est donc la résultante d'un processus cognitif de recherche de correspondances entre un cas passé et une situation nouvelle (Giordano et Musca, 2012; Lebraty, 2007). C'est un mode de pensée convergente puisque les cas nouveaux sont lus à travers des schémas cognitifs issus des expériences passées. La décision est rapide et l'intuition est dite de reconnaissance de schéma. Sous une autre configuration, la décision en incertitude peut faire intervenir un processus cognitif plus complexe et plus long. La similarité ne se base plus sur une correspondance directe mais est plutôt structurelle. Une similarité structurelle permet d'interpréter une situation incertaine en favorisant une réflexion divergente (Betsch et Glockner, 2010; Dane et Pratt, 2009). Deux cas sont similaires structurellement lorsqu'ils se rapprochent sur la base des relations entre leurs composantes (Gentner, 1983; Gentner et Kurtz, 2006). La similarité structurelle suppose que l'interprétation d'une situation entraîne une réécriture de celle-ci dans les termes propres à l'acteur. L'intuition devient un processus de reconfiguration ou de reconstruction situationnelle du sens (Betsch et Glockner, 2010). Elle est dite accumulative et constructive puisqu'elle conduit à une intégration simultanée d'informations ravivées de la mémoire et d'indices perçus en situation (Glöckner et Witteman, 2010; Hogarth, 2010). En raisonnant par similarité structurelle, l'acteur procède par des combinaisons conceptuelles qui visent à faire émerger une nouvelle façon de faire et donc à être créatif (Ward, 2004). Cette stratégie permet de transformer les informations ou indicateurs en connaissances porteuses de sens (Smith et al., 2009). Plus que de percevoir à travers des cadres finis élaborés par expériences et stockés dans la mémoire, l'acteur fait émerger une nouvelle interprétation des faits qui oriente son

action. Les préconceptions issues de ses expériences passées s'opérationnalisent dans le nouveau cas et d'une autre façon. L'opérationnalisation permet à l'acteur d'inférer des états futurs de la situation sous analyse et de décider (Gentner et Smith, 2012). Le processus d'interprétation par similarité structurelle préserve l'unicité du cas sous observation et permet la découverte de nouveauté.

Ainsi, qu'il raisonne par similarité superficielle ou structurelle, l'objet de la réflexion n'est pas le même et le discours au cours de l'interprétation en situation diffère aussi. La perception que peut avoir un investisseur face à un projet d'innovation sans référent va donc dépendre de la stratégie cognitive qu'il adopte. Notre première sous-question de recherche nous amène à scruter le discours du BA afin de décrire la forme de son raisonnement :

QR1 : Quelles sont les caractéristiques du mécanisme mental qui permet au BA d'interpréter les informations autour des projets de firmes entrepreneuriales ?

Dans les deux types de processus sous-jacents au jugement intuitif, l'expérience joue un rôle clé. Pour la reconnaissance des schémas, l'interprétation découle d'un mécanisme de correspondance directe entre les souvenirs et l'environnement. En cas d'absence de *fit* (de correspondance) et donc d'échec de compréhension lors d'une première tentative, l'acteur se lance dans une collecte d'informations supplémentaires pour tenter une autre correspondance. L'accent n'est donc pas mis sur les tentatives de réécriture de la situation, c'est-à-dire que le modèle ne décrit pas la manière dont le langage est utilisé dans la recherche de cette similarité. Dans le cadre d'un raisonnement par similarité structurelle, l'expérience est présente à travers des préconceptions mais l'opérationnalisation de ces dernières advient dans le discours en situation. C'est ainsi que les préconceptions sont transférées à travers les cas. Pour externaliser ses préconceptions, l'acteur a recours à des métaphores conceptuelles ou des analogies (Cornelissen et al., 2012; McGlone, 2007). Ces expressions permettent de résumer en quelques mots, un ensemble d'idées ou d'informations. Elles peuvent représenter une interconnexion entre divers indicateurs observés en situation. Elles vont représenter les dimensions principales qui structurent la perception des individus quand ils raisonnent par similarité structurelle. Elles permettent de relier les faits observés afin de reconstituer et comprendre la réalité sociale (Gentner et Kurtz, 2006). Le modèle des similarités structurelles explique mieux l'utilisation des expériences dans l'interprétation des contextes incertains. Notre seconde question de recherche consiste à explorer le contenu du discours des acteurs afin d'aller plus en détails dans la compréhension de la perception d'une opportunité d'investissement par le BA. Elle permet d'énumérer les différentes dimensions de sens qui

structurent la perception des opportunités d'investissement en lien avec les firmes entrepreneuriales. Elle est formulée comme suit :

QR2 : Quelles sont les vraies dimensions de l'évaluation du potentiel d'une idée entrepreneuriale par les BA ?

Les autres questions permettent d'aller encore plus loin dans le traitement des indicateurs présents dans une situation par l'acteur. Un jugement intuitif par définition est une perception holistique (Miller et Ireland, 2005; Sinclair et Ashkanasy, 2005). Elle suppose donc une interaction entre les différentes dimensions susceptibles de structurer l'interprétation d'une réalité sociale (Shapiro et Spence, 1997). Elle fait intervenir, sans que l'acteur puisse l'articuler explicitement, la structure sous-jacente à un problème. Un processus de décision intuitive est avant tout un ensemble de dimensions inter-reliées. De plus, c'est dans sa propre organisation des dimensions que l'on peut cerner comment l'acteur réduit la marge d'erreur qui caractérise les situations où aucune approche de décision normative n'existe. Des mécanismes d'autorégulation ou de réflexivité mises en place par le BA pour minimiser la marge d'erreurs peuvent être mises en évidence (Canet et al., 2012). La compétence d'identification des opportunités d'investissement déployée par le BA va être approfondie à travers les interrogations suivantes :

QR3 : Comment les différentes dimensions sont-elles reliées dans l'évaluation de l'opportunité d'investissement ?

QR4 : Comment s'organise la réflexivité pour réduire les erreurs pendant le processus de décision des BA en early stage ?

Finalement, cerner le processus de décision doit nous permettre de mieux comprendre « comment » et « pourquoi » certains indicateurs sont utilisés par les BA. Ces derniers sont des acteurs expérimentés, mais le plus important dans un contexte incertain est la manière dont ils exploitent leurs connaissances en situation. Ces différentes questions nous permettent de mieux cerner ce qu'est une opportunité d'investissement en lien avec les firmes entrepreneuriales et ce, à travers la structure du raisonnement. Elles permettent aussi de faire émerger le contenu ou le sens créé par ces investisseurs. Nous pouvons mieux comprendre la perception des apporteurs de capitaux pour qui le *gap* financier repose plus sur la faible qualité des projets disponibles sur le marché. Comprendre la perception des investisseurs peut aider les entrepreneurs à mieux préparer leur projet. Le terrain des BA est aussi un cas d'étude intéressant de la prise de décision dans un contexte d'incertitude. En effet, l'interprétation en situation d'investissement est un contexte où le chercheur peut observer la vraie stratégie

cognitive des décideurs (Bonnet et al., 2013). Ce terrain permet de voir comment l'acteur s'adapte volontairement à une telle situation sans aucune contrainte organisationnelle.

Design de recherche

Pour répondre à notre problématique de recherche, nous choisissons de nous laisser orienter par les perceptions des investisseurs. Nous interagissons avec les investisseurs pour collecter des récits de vie relatifs à l'identification des opportunités. La démarche est qualitative. Nous nous sommes engagés localement avec les acteurs du monde étudié en interagissant avec eux (Allard-Poesi, 2015). Ce sont leurs perceptions qui vont donc nous permettre de comprendre la décision d'investir dans les firmes entrepreneuriales. Les prémisses de l'épistémologie interprétative orientent notre quête de connaissances (Dumez, 2012a). Notre recherche se focalise sur la complexité de la création du sens en situation afin de comprendre les significations que les acteurs assignent aux faits (Klein et Myers 1999). L'herméneutique, qui consiste à comprendre les réalités sociales à travers les représentations que s'en font les acteurs, est au centre de notre démarche de recherche. La logique de raisonnement scientifique est abductive.

Méthodologiquement, nous avons couplé des données d'observation avec des entretiens phénoménologiques. La phase d'observation non-participante était la première étape de l'étude empirique. Nous avons été présents au cours de différentes réunions d'évaluation de deux projets dans un réseau de BA. Ces réunions dites d'instruction étaient conduites par un comité d'investisseurs (deux au moins) qui interagissent durant une certaine période avec des porteurs de projet afin de savoir si leur idée a un réel potentiel. Les notes d'observations sont constituées par l'ensemble des discours des acteurs durant ces différentes réunions. Elles ont fait l'objet d'une analyse de contenu non assistée par un logiciel. L'observation a été suivie par des entretiens avec des BA qui ont des expériences d'instruction. Ces entretiens étaient non-structurés puisque l'objectif était de permettre aux BA de partager leurs expériences d'évaluation des projets. 35 entretiens de 45 minutes en moyenne ont été réalisés auprès de différents réseaux de BA français. Ils ont été conduits en face à face et par téléphone. Les interviewés ont été recrutés par la technique du *snowball*, c'est-à-dire que les premiers contacts nous ont permis d'entrer en relation avec d'autres de leurs collègues. Les données d'entretiens ont été analysées grâce au logiciel Nvivo. L'analyse a été inductive afin de passer des données brutes de terrain à des concepts abstraits (Gioia et al., 2013; Scarbrough et al., 2013). Nous sommes passés des catégories de premier ordre (qui représentent la parole des BA) à des catégories de second ordre (qui sont des dimensions

abstraites illustratives de l'interprétation du chercheur). Les catégories agrégées sont les concepts les plus abstraits qui définissent le processus de création du sens par les BA. Elles décrivent, combinées avec les autres catégories, un modèle de la structure du raisonnement sous-jacent à l'identification des opportunités d'investissement par les BA. C'est donc un modèle ancré dans le terrain.

Résultats de la recherche

En analysant de façon scrupuleuse le discours *in vivo* des BA au cours des réunions d'instruction, nous mettons en évidence la structure du raisonnement sous-jacente à leur intuition sur les firmes entrepreneuriales. Leur réflexion est dominée par des similarités structurelles. C'est une stratégie cognitive qui suppose que le BA procède à une transformation situationnelle des indicateurs disponibles afin d'inférer ou d'approximer d'autres caractéristiques du projet qu'il est impossible d'observer. Il a des préconceptions qui ne servent pas à identifier des correspondances directes mais plutôt à orienter le regroupement des différentes caractéristiques spécifiques au projet afin d'imaginer d'autres valeurs. L'analyse des différents récits des BA instructeurs décrit l'existence de cinq grandes dimensions agrégées qui interviennent dans cette stratégie cognitive. Le jugement des valeurs humaines est au centre de processus. L'objectif de l'instruction est donc d'approximer la capacité d'exécution et la pertinence de la vision des entrepreneurs. Ces deux variables ne sont pas métriques et il revient au BA de développer des stratégies personnelles de perception. Elles vont être approximées à travers des comportements observés des entrepreneurs et qui se regroupent dans les quatre autres dimensions que nous dénommons comme suit : l'acceptabilité perçue, la faisabilité perçue, la monétisation durable et la légitimation. Durant l'interaction de l'instruction, les investisseurs reconstruisent ces dimensions du sens qui vont leur permettre de porter un jugement sur la capacité d'exécution et la vision des entrepreneurs. Ce jugement n'est pas une certitude mais il leur permet de soupeser le niveau de risque sur le projet et la décision d'investissement va en découler. L'opportunité d'investissement n'est donc plus une évaluation sur des critères préétablis de sélection mais la reconstitution d'une histoire plausible ayant du sens. Il ne s'agit pas seulement de prendre en compte des critères dont les valeurs peuvent s'opposer. Elle ne se résume pas non plus à une gestion de l'asymétrie d'information ou du risque d'agence. Le BA doit analyser le comportement de l'équipe projet à plusieurs niveaux afin de savoir quelle confiance accorder à leur capacité d'exécution et à leur vision.

Dans ce processus de perception, les BA réunis au sein de réseaux développent des pratiques qui leur permettent de limiter la marge d'erreur. Leur processus de jugement, qui est intuitif pour permettre de décider malgré l'incertitude, a besoin d'être encadré dans son déroulement. Nous identifions ainsi chez eux deux mécanismes : « le besoin de sens » et « le partage de sens ». Le premier consiste à ne confier l'instruction d'un dossier qu'à des collègues expérimentés dans le domaine visé par le projet. Le second vise à collectivement interagir autour des conclusions de l'évaluation, les instructeurs devant partager et convaincre leurs collègues du potentiel perçu sur le projet. En fonction des expériences de collaboration entre acteurs au sein du réseau, chacun prend sa décision d'investissement selon sa pondération des conclusions de l'instruction. L'erreur de perception est ainsi minimisée grâce au collectif du réseau.

Au delà de la compréhension de l'identification des opportunités d'investissement, les résultats de cette thèse nous éclairent sur le déroulement d'un processus de jugement intuitif créatif. Elle montre la structure du raisonnement et les mécanismes qui peuvent être mis en place à un niveau collectif afin de réduire les marges d'erreur lorsqu'il s'agit de décider dans des contextes d'incertitude dépourvus d'informations et de méthodes normatives.

Structure de la thèse

Afin de rendre compréhensible notre argumentaire pour autrui, nous distinguons deux grandes parties dans cette thèse. La figure 1 présente la structure générale de la thèse.

La Partie 1 présente le cadre conceptuel et théorique de notre travail de thèse. L'objectif est de présenter de manière raisonnée la problématique et les questions de recherche qui s'y rattachent. Elle contient trois chapitres :

Chapitre 1 : L'opportunité d'investissement dans les firmes entrepreneuriales. Ce chapitre redéfinit le concept au centre de notre questionnement en rappelant les postulats qui y sont sous-jacents. Il s'agit de circonscrire l'objet d'analyse qu'est l'opportunité d'investissement. Le postulat de l'incertitude subjective nous intéresse particulièrement

Chapitre 2 : Le *Business Angel* et la sélection des projets en *early stage*. Ici, nous revisitons la littérature sur la sélection des projets par les BA (processus, critères, comportement de sélection etc). L'objectif est de définir de manière plus précise la problématique de la recherche.

Chapitre 3 : L'appareil psycho-cognitif et l'identification des opportunités d'investissement en *early stage*. Ce chapitre détaille le cadre théorique qui représente notre

angle de vue sur la perception des BA. Elle nous permet de subdiviser notre problématique en sous questions de recherche.

La Partie 2 présente le travail empirique. Elle décrit le *design* de recherche que nous avons développé pour comprendre le processus d'identification des opportunités d'investissement dans les firmes entrepreneuriales. Elle présente nos différents résultats et nous les mettons en perspective par rapport à la littérature existante. Nous formulons, dans la partie discussion, des propositions qui peuvent orienter les recherches futures.

Chapitre 4 : Epistémologie et méthodologie de la recherche. Nous présentons et justifions notre position épistémologique. Toute la démarche méthodologique, allant de l'accès au terrain à l'analyse des données, est présentée.

Chapitre 5 : Le mécanisme cognitif et le sens créé par les *Business Angels*. Nous présentons dans ce chapitre les résultats de nos analyses. D'une part, nous décrivons la structure du raisonnement (stratégie cognitive) adopté par les BA. D'autre part, nous explorons les dimensions du sens créé par cet investisseur et la manière dont il interconnecte ces différentes dimensions. Un modèle général de l'identification des opportunités d'investissement dans les firmes entrepreneuriales est présenté.

Chapitre 6 : Mise en perspective théorique des résultats. Ici, nos résultats sont mis en perspective avec la littérature existante. Nous les discutons par rapport respectivement à la littérature en finance entrepreneuriale, les travaux sur la décision entrepreneuriale et la théorie sur la décision en incertitude de façon générale. Des propositions testables sont fournies.

La conclusion présente nos contributions théoriques et managériales. Elle rappelle aussi les limites de notre travail et les pistes de recherche futures qui, nous l'espérons, retiendront l'attention des chercheurs intéressés par l'identification des opportunités d'investissement au démarrage des firmes porteuses d'innovation ou dans l'industrie du capital risque en général.

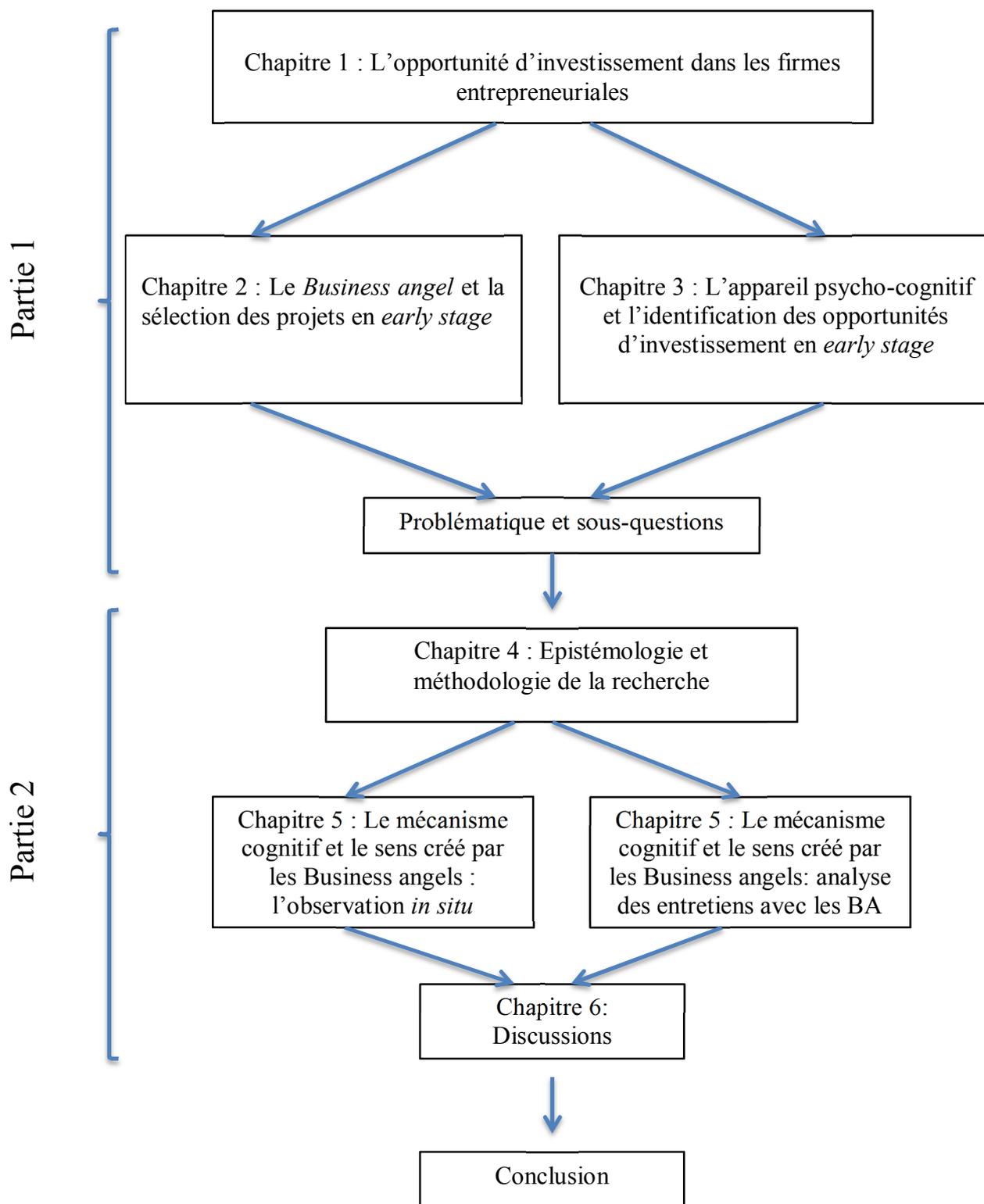


Figure 1: Structure générale de la thèse

PARTIE 1 : CADRE CONCEPTUEL ET THEORIQUE

Cette première partie circonscrit le concept de l'opportunité d'investissement dans les firmes porteuses d'innovation au démarrage pour les investisseurs externes. Chaque fois que nous parlerons d'opportunité d'investissement dans ce document, il faudra la cantonner aux idées entrepreneuriales en démarrage. Cette partie contient trois chapitres. Le premier présente l'évolution des perspectives de définition du concept. Elle relate la manière dont a été définie l'identification d'une opportunité chez les différents investisseurs. Actuellement, une prise en compte de la vraie nature du projet sous-jacent à l'investissement vient questionner la pratique et la théorie financière moderne. Il s'agit pour nous de positionner l'objet de notre recherche au sein de la littérature en finance entrepreneuriale. Le chapitre 2 se focalise de façon approfondie sur l'identification de cette opportunité du point de vue d'un type d'investisseur qui est le *Business Angel* (BA par la suite). Il s'agit de confronter les évolutions récentes sur la définition d'une opportunité d'investissement avec la littérature sur le comportement de cet acteur particulier. Cette mise en parallèle laisse apparaître un *gap* dans la littérature qui nous amène à formuler une problématique de recherche. Le Chapitre 3 présente l'angle de vue théorique que nous adoptons dans notre argumentaire. Il s'ancre dans la littérature en psychologie cognitive afin de fournir quelques éléments susceptibles de rendre compte de l'identification des opportunités d'investissement. Il ne s'agit pas de formuler des hypothèses ou de concevoir un modèle théorique qui risquent de contraindre notre interprétation sur le terrain. Nous statuons sur le fait que c'est la stratégie cognitive qui nous intéresse avant tout. Nous explorons la littérature en ce sens afin de proposer une revue succincte sur le processus cognitif sous-jacent à la décision humaine. Cette revue nous permet aussi de délimiter notre champ d'observation empirique. La partie se conclut sur la formulation des sous-questions de recherche reliées à notre problématique générale.

CHAPITRE 1 : L'OPPORTUNITE D'INVESTISSEMENT DANS LES FIRMES ENTREPRENEURIALES

Les firmes innovantes, par leur dynamisme, jouent un rôle primordial dans le développement des économies. En France, celles qui sont soutenues par le capital innovation ont vu leurs chiffres d'affaires et leurs effectifs évoluer respectivement de 20,9% et 12,8% entre 2013 et 2014 alors que les firmes financées par le capital développement ont une croissance de chiffre d'affaires et d'effectifs plus faibles (< à 4 %) (AFIC, Etudes impact économique et social)⁴. Aux USA, elles créent 75% des emplois, représentent 90% des nouveaux employeurs et produisent 95% de la richesse depuis 1980 (Morrissette, 2007). La vitalité économique apportée par les jeunes firmes porteuses d'innovation est indéniable. Malgré ce potentiel, elles peinent à trouver du financement à leur démarrage. Ce qui s'explique très souvent par le niveau de risque très élevé de ce type d'entreprise. La firme entrepreneuriale en amorçage est un actif complexe (Huang et Pearce, 2015; Levratto et Tessier, 2016) et sa valeur économique ne peut être connue avec certitude (Scott, Shu, et Lubynsky, 2015). D'ailleurs, l'espérance d'utilité d'une activité entrepreneuriale est négative (Astebro et al., 2014). L'identification d'une opportunité d'investissement y est donc compliquée.

Les nouvelles firmes porteuses d'innovation sont incapables de financer leur développement par des ressources internes ou par l'endettement bancaire ou par les marchés financiers (Mason et Harrison, 1995). Elles ont très rapidement recours à des fonds propres apportés par des financeurs externes (marché du capital risque). Pour ces derniers, l'investissement dans de tels projets à leur démarrage nécessite tout d'abord d'y déceler une opportunité. L'enjeu est double puisqu'il s'agit non seulement d'apporter des ressources à des projets d'innovation, mais aussi d'identifier très tôt ceux qui pourront se développer de la meilleure des façons (Berger et Udell 1998 ; Bessière et Stéphany, 2015a) . L'objectif de ce chapitre est de présenter l'évolution de la conceptualisation autour de l'opportunité d'investissement. Il s'agit de rappeler les postulats qui ont orienté la détection de cette dernière lorsqu'elle est reliée aux firmes porteuses de projets d'innovation.

L'opportunité d'investissement, selon une première perspective, se définit comme une situation où les rendements espérés couvrent le risque encouru calculé. Cette première

⁴ Capital développement : financement des phases de développement et représente 57% des entreprises soutenues par le capital investissement en 2014. Capital Innovation : financement des phases de création et d'amorçage qui représente 19% des entreprises soutenues par le capital investissement en 2014 (<http://www.afic.asso.fr/fr/etudes-statistiques/les-statistiques-du-capital-investissement/impact-economique-et-social.html>)(06/06/2016)

conception a été retenue pour expliquer l'*equity gap* (pénurie de capitaux) observé sur la chaîne de financement ou le *financing escalator*. *Equity gap* et *financing escalator* sont deux notions qui résument explicitement le marché des capitaux pour les firmes porteuses de projets d'innovation. L'inefficience de ce marché va s'expliquer par des niveaux très faibles de rentabilité sur les firmes innovantes à leur démarrage alors que les coûts fixes induits par ce type d'investissement sont élevés (Harrison et al., 2010). Ces rentabilités sont inférieures au seuil en dessous duquel les apporteurs de capitaux les jugent inintéressantes (Barneto, 2015; Lipper et Sommer, 2002). Ainsi, la définition des opportunités d'investissement va, dans un premier temps, se résumer à cette idée de confrontation entre coût et rentabilité (Section 1). Suivant la philosophie d'investissement des différents acteurs, le rôle que chacun d'entre eux peut jouer dans l'accompagnement financier des projets d'innovation peut être appréhendé.

La définition en termes de coûts/rentabilité, bien que très pratique, est trop simpliste pour la compréhension de l'investissement dans l'innovation. La difficulté à faire des prévisions pour les firmes innovantes à leur démarrage la rend inapplicable (Denis, 2004). Selon une seconde perspective, l'identification d'opportunité d'investissement est plutôt une tâche complexe en raison de la forte asymétrie d'information et des risques d'agence élevés. Ce sont les constituants du risque ou de l'incertitude selon la théorie financière moderne. La finance entrepreneuriale va étudier l'influence de ces spécificités sur l'accès au marché des capitaux et la survie des firmes porteuses d'innovation (Bertoni et al., 2015; Robb et Robinson, 2012). Elle s'est largement focalisée sur les firmes de capital risque parce qu'elles sont considérées comme des experts capables de réduire l'asymétrie d'information afin de décider en incertitude (Amit, Brander, et Zott 1998 ; Gompers et Lerner, 2001). Elle va étudier de manière détaillée les mécanismes développés par ces acteurs pour agir en incertitude. La section 2 présente brièvement ce champ de la finance entrepreneuriale et les propriétés définissant les firmes porteuses de projets innovants. Cette seconde perspective a très peu étudié l'influence de la perception humaine dans l'évaluation des objets d'investissement. Ceci a limité ses explications dans la compréhension de l'identification d'une opportunité d'investissement.

La complexité de l'investissement au démarrage des firmes innovantes est plus liée à l'absence d'informations qu'à une asymétrie et aux problèmes d'agence (Bonnet, Wirtz et Haon, 2013). Des travaux récents ont appelé à remettre l'investisseur et ses capacités cognitives au centre de la compréhension des opportunités d'investissement en lien avec les firmes entrepreneuriales (Moesel et Fiet, 2001; Huang et Pearce, 2015). Il s'agit de

comprendre comment l'individu traite l'information afin de percevoir un potentiel là où d'autres sont ignorants à cause de l'incertitude. Nous nous inscrivons dans cette logique dans la section 3. Pour mieux explorer le potentiel d'une telle approche, nous re-catégorisons la nature de l'incertitude inhérente au projet d'innovation à son démarrage. Le lien entre cette incertitude et la cognition de l'investisseur est décrit afin de fournir une conceptualisation de « l'opportunité d'investissement » sous les postulats de l'incertitude subjective. Les acteurs du financement doivent être capables de les identifier en adoptant une stratégie cognitive adaptée.

Ce chapitre présente donc conceptuellement l'objet « opportunité d'investissement » que nous analysons dans cette thèse à travers les trois sections. Il est nécessaire de comprendre la manière dont cet objet a été traité dans la littérature afin de mettre en évidence les aspects qui limitent la compréhension du comportement des financeurs de l'innovation.

Section 1 : Le financing escalator et l'equity gap dans le financement des firmes innovantes

La chaîne de financement de l'innovation, à l'échelle macroéconomique, prévoit un passage de relais successifs entre les différents acteurs de l'écosystème financier. A chaque étape du développement du projet correspond un investisseur en capital. C'est le *financing escalator* (Mason, Botelho et Harrison, 2013). Cette conceptualisation, malgré sa simplicité et son aspect théorique, résume efficacement le contexte du financement de la firme innovante. Cette chaîne n'a jamais été effective dans la réalité et ce pour de multiples raisons. Cependant, elle aide à décrire des *equity gap* liés au fait que, à une étape du développement de la firme innovante, les besoins en capitaux vont excéder les offres sur le marché (Harrison et al. 2010). Nous reprenons brièvement les notions de *financing escalator* et d'*equity gap* dans un premier temps (1.1. et 1.2.). Les philosophies d'investissement de différents acteurs sur la chaîne de financement sont présentées ensuite afin de mieux voir le rôle que chacun d'eux peut potentiellement jouer dans l'accompagnement de l'innovation (1.3.).

1.1. Le financing escalator et l'equity gap

Le *financing escalator* est un concept qui veut schématiser le fonctionnement idéal du marché des capitaux pour les firmes innovantes. Il définit l'affectation de chaque type de financeurs en fonction des différentes étapes du cycle de vie de cette firme (Harrison, 2013). Il suppose implicitement des limites entre les différentes étapes de l'évolution de la firme. Les

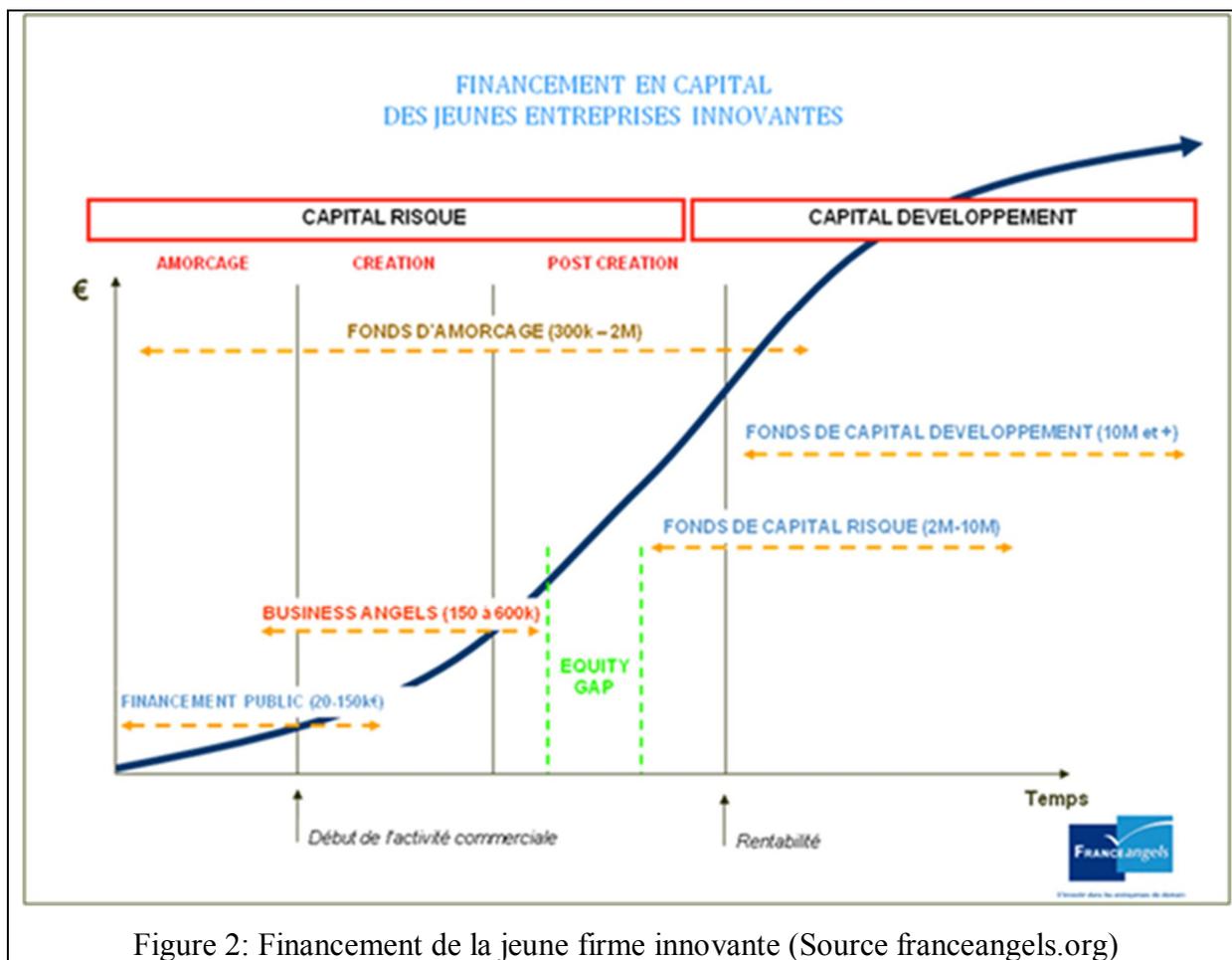
apporteurs de capitaux interviennent en fonction de leur aversion de risque et du niveau de rentabilité anticipé. On distingue des investisseurs informels et des capital-risqueurs institutionnels⁵. Les acteurs informels vont fournir aux institutionnels les firmes avec des idées d'affaires peu affinées et moins risqués (Harrison et Mason, 2000). C'est la complémentarité sur la chaîne du financement (Sohl, 1999).

Les limites entre les différentes phases de ce cycle de vie sont poreuses. La segmentation suivante peut néanmoins être réalisée et nous la retenons pour la suite (Cumming, 2007; Cumming et Johan, 2008; Heukamp, Liechtenstein et Wakeling, 2007; European Private Equity et Venture Capital Association-EVCA, 2014) :

- Les phases de *pre-seed*, *seed* et de *start-up* ou de pré-amorçage qui désignent ces périodes où l'équipe entrepreneuriale fait des recherches, développe l'idée et l'améliore afin de délimiter le concept initial du produit ou du service.
- Le *early stage* ou amorçage qui représente le début de l'activité de vente. La firme commence par tester le produit avec une phase pilote de production mais il n'existe pas encore de profit réalisé. Elle va tester l'alignement produit/marché, c'est-à-dire l'adéquation du concept aux besoins d'un marché. Elle peut commencer à générer des revenus. L'entreprise cherche simultanément à s'organiser sur le plan managérial. C'est la phase la plus risquée.
- Le *late stage* représente cette étape où la firme a un produit ou service bien établi, adopté par le marché et dégage des revenus. La firme réalise des profits et va chercher plus tard à réaliser des opérations financières spécifiques pour améliorer son action marketing, augmenter sa capacité de production et développer son produit.

La figure 2 ci-dessous schématise le cycle de financement de la firme innovante. L'entrepreneur est censé mobiliser les ressources financières dans l'ordre : *love money*, *Business Angels (BA)* et *venture capital funds (VC)*. Le démarrage de la firme innovante peut aller de la phase de *pre-seed* à celle de l'*early stage*. Cette figure montre aussi des acteurs à cheval entre deux phases illustrant le caractère simpliste du concept du *financing escalator*. Aujourd'hui les fonds publics interviennent en co-investissement avec les BA (Mason, Botelho, et Harrison 2013). Hellmann, Schure, et Vo (2015) affirment que les VC et les BA sont plutôt substituables dans l'accompagnement des firmes innovantes.

⁵ La composition du marché de capital risque est décrite au point 1.3.



Le financement de démarrage de la firme innovante à croissance rapide a toujours été complexe à cause de sa spécificité qui l'empêche d'une part d'aller sur les marchés financiers et d'autre part d'obtenir l'endettement bancaire adapté (Mason et Harrison 1995). Cette difficulté est décrite comme un *equity gap* que l'industrie du capital risque (comme un ensemble homogène) est censée couvrir. L'*equity gap* désigne ce déséquilibre entre les besoins de financement au démarrage (spécifiquement en *early stage*) de la firme et l'offre de capital apparue depuis les années 80. Il est rapidement devenu un problème structurel puisque l'industrie du capital risque n'a jamais pu couvrir dans son intégralité ce besoin des firmes à fort potentiel de croissance (Harrison et al. 2010). A son origine, l'industrie s'est développée pour fournir les capitaux de long terme nécessaires pour passer de la phase de l'idée à celle de la commercialisation et de développement des firmes innovantes (Tyebjee et Bruno 1984). Ces dernières ont besoin de temps et de ressources conséquentes pour « grandir ». Dans la réalité, très peu de projets accédaient au financement nécessaire à leur développement (Cumming et Johan, 2008). Différents acteurs ont aidé à couvrir la demande de capital, suppléant ainsi le déficit de l'industrie du capital risque. Malgré cela, le *financing escalator*

n'est pas aujourd'hui totalement fonctionnel. Plus globalement, l'offre du capital pour les phases de démarrage de la firme innovante a changé à travers le temps. Elle s'est fractionnée avec différents profils d'investisseurs que nous énumérons plus tard. Pour d'autres auteurs reprenant les commentaires des investisseurs privés, l'offre de capital au démarrage n'est pas insuffisante mais ce sont plutôt les projets de bonne qualité qui paraissent de moins en moins (Prowse, 1998; Sohl, 1999).

La figure 2 laisse apparaître une nouvelle forme *d'equity gap* qui concerne plus aujourd'hui l'investissement *follow-on*. Ce dernier désigne les seconds tours de table où le projet déjà suivi (par les investisseurs informels) a besoin de ressources pour franchir une nouvelle étape dans son développement. Le *financing escalator* prévoit que ce second tour de table soit assuré par les investisseurs formels ou institutionnels si la complémentarité entre les différents acteurs du marché est fonctionnelle (Harrison et Mason, 2000). Cependant, les acteurs formels continuent de rehausser leur seuil d'investissement (Sohl, 1999). Il s'est ainsi créé un second *equity gap*. Les BA constituent toujours une source de capital pour le démarrage mais le retrait de plus en plus important des VC les obligent à plutôt réinvestir dans les mêmes projets aux dépens de nouvelles idées (Harrison 2013). Ils essaient de réduire le second gap en exacerbant celui lié à la phase de démarrage. Le marché du capital risque forme ainsi un cercle vicieux perpétuel.

1.2. Les sources du gap financier

La difficulté d'accès au financement touche le plus souvent les phases de *early stage*. Ce sont des étapes consommatrices de capitaux mais très risquées avec de faibles niveaux de rentabilité pour les financeurs. Ce faible niveau de rentabilité est une explication de la raréfaction de l'offre de capital pour la firme porteuse d'innovation. Nous détaillons les sources de l'*equity gap* ci-dessous.

- Les coûts élevés liés à la gestion de la phase d'amorçage constituent l'explication dominante. Les coûts englobent la recherche des opportunités, de sélection, de *due diligence*, d'investissement et du *monitoring*. Ces coûts de fonctionnement sont fixes et la rentabilité des petites participations dans les firmes entrepreneuriales n'est pas assez élevée pour les couvrir (Harrison et al., 2010). Il est devenu irrationnel pour la plupart des acteurs de faire ce type d'investissement (Mason et Harrison, 1995). En Angleterre par exemple, l'industrie du capital-risque était dominée par des institutionnels et des professionnels de la comptabilité (Wilson, 1995). Ces derniers manquent de compétences nécessaires pour détecter les firmes à potentiel pour couvrir

les coûts élevés de fonctionnement. Pour Lipper et Sommer (2002), c'est la grande taille des fonds de capital risque (VC) qui les empêche de faire des investissements liés au démarrage. De plus, leurs managers doivent offrir des taux de rendement élevés et à court terme conformément aux attentes de leurs actionnaires. La firme innovante a besoin de temps et des rendements élevés ne sont pas certains. Cette vision de court-terme amène Mason et Harrison (1995) à parler de *merchant capital funds* désignant le chasseur de rentabilité que sont devenus les fonds de capital-risque. Ils se sont donc progressivement éloignés du financement du démarrage entretenant ainsi le *gap* financier.

- La chute des rendements des fonds de capital risque et la difficulté à lever les fonds nécessaires à leur activité. En effet, ces firmes ne sont que des gestionnaires de fonds appartenant à d'autres investisseurs (institutionnels ou individuels) avec pour objectif de rentabiliser leurs apports. La rentabilité proposée par ces firmes a connu une première baisse vers la fin des années 80, raréfiant les pourvoyeurs de fonds et rehaussant la concurrence entre les acteurs du secteur (Mason et Harrison, 1995). Une seconde baisse au lendemain de la bulle internet de l'année 2000 a replongé l'industrie jusqu'en 2005 (Harrison et al., 2010). Depuis, une lente reprise a semblé s'installer mais l'élan fut ralenti cette fois-ci par la crise financière de 2008. Ainsi, pour assurer les retours sur investissements attrayants, les managers des fonds de capital-risque ont réduit drastiquement leur participation dans les phases de démarrage au profit des étapes du *late stage*. A ces stades, les corporations semblent plus matures et les prévisions de rentabilités sont plus certaines (Mason et Harrison, 1995). Le développement du marché des *Leverage Buy Out* et des *Management Buy Out* pour la préparation de la transmission des firmes a ainsi détourné l'attention de ces investisseurs formels de la phase de démarrage (Mason et Harrison, 1995). Le cas écossais décrit par Harrison et al (2010) illustre bien la tendance d'investissement dans l'industrie du capital risque entre 2005 et 2007. Ils observent une chute des participations dans l'*early stage* au profit des phases plus matures. De plus de 45 participations dans le démarrage en 2005, on est passé à moins de 10 en 2007. Parallèlement, les investissements dans les phases matures passent de 25 en 2005 à 50 en 2007. Et le schéma est identique dans tous les autres pays. Les firmes matures ou en transmission ont déjà un historique d'activités. Elles sont moins risquées, moins coûteuses en *monitoring* et offrent une possibilité de sortie rapide.

- Les difficultés du secteur technologique surtout à la phase de lancement. Le *gap* financier a semblé concerner plus spécifiquement les innovations dans le secteur du *high tech* entre la fin des années 90 et le début des années 2000. Les firmes du secteur de l'électronique et de la production des ordinateurs vont attirer de moins en moins l'intérêt des fonds du capital-risque à cause des énormes besoins en capitaux pour leur lancement à cette période. Rappelons que c'est ce secteur qui a le plus contribué au rayonnement du capital risque avec l'accompagnement des firmes comme Apple, Intel, les multiples entreprises de la Silicon Valley et autres (Mason et Harrison, 1995) et la promotion de nombreuses inventions technologiques issues des centres de recherche universitaire (Wilson, 1995). Le *High tech* a été victime de son succès auprès des capital-risqueurs institutionnels. En effet, quelques succès d'investissements retentissants ont attiré la plupart des investisseurs. De plus en plus de capitaux étaient dédiés au secteur du *high tech* et la stratégie d'investissements moutonniers fut observée (*me-too based strategy*) (Wilson, 1995). La qualité des opportunités d'investissement va chuter précipitant le déclin du capital risque. La bulle internet du début des années 2000 et le niveau élevé de l'incertitude sur les innovations technologiques ont accentué le discrédit sur le potentiel de ce marché. Ils ont augmenté l'aversion au risque des apporteurs de fonds traditionnels (Madill et al, 2005 ; Ernest et Young, 2007). Les projets technologiques et informatiques accompagnés par d'autres acteurs dans leur phase de création n'attirent plus l'attention principalement des VC (Madill, Haines JR, et Riding 2005). Silva (2004) rapporte aussi les reculs des investissements des capital-risqueurs portugais face à des idées liées au *high tech* entre 2001 et 2002. Aujourd'hui, l'évolution du web, du *cloud*, du e-commerce et des technologies de l'information en général a réduit drastiquement les besoins en fonds de lancement des firmes technologiques (Mason, Botelho et Harrison, 2013) et l'industrie est devenue plus attractive (Lahti, 2011; Liu Tingchi et Chen Po Chang, 2007; Mason et al., 2013). Cependant, elles restent toujours très risquées à cause de l'intangibilité des actifs (Cumming, 2007).
- La concentration géographique de l'industrie du capital risque dans les grands centres d'affaires. Cette configuration spatiale a une raison essentielle : l'accès aux projets et leur évaluation se font majoritairement grâce au réseau d'où le besoin pour les experts du secteur d'entretenir des relations crédibles avec d'autres intervenants de l'industrie cible de leurs investissements (Fried et Hisrich, 1994). En effet, la sélection des projets consiste à interroger des partenaires potentiels de la firme naissante, divers

consultants dans des domaines différents et d'autres collaborateurs du capital-risque afin de minimiser l'asymétrie d'information. L'absence d'une telle organisation relationnelle dans certaines zones géographiques réduit l'activité d'investissement et ceci au détriment des porteurs de projets (Harrison et al., 2010). On peut ajouter à ces arguments, le besoin de contrôle physique dans les firmes cibles de leurs investissements (Denis, 2004). Les coûts de l'investissement sont donc plus élevés dans les zones éloignées des centres d'affaires.

- Des raisons liées à la demande peuvent aussi expliquer le *gap* et sa persistance. En effet, la plupart des entrepreneurs manquent d'informations sur les sources de financement à leur disposition (Collewaert et al, 2010). Leurs partenaires privilégiés restent toujours les banques classiques qui sont de moins en moins attirées par ce type d'investissement très risqué. Le *gap* est ainsi qualifié d'informationnel (Sohl, 1999)

Le niveau des coûts de l'investissement et l'augmentation de la concurrence expliquent essentiellement le *gap* financier selon les arguments ci-dessus. Pour l'investisseur, les phases de démarrage ne représentent pas des opportunités intéressantes parce que les rentabilités sont trop faibles pour couvrir leurs coûts de fonctionnement. Les comportements varient aujourd'hui en fonction des différents acteurs du financement, certains étant plus aptes que d'autres à subvenir aux besoins des firmes porteuses d'innovation en *early stage*.

1.3. Les acteurs du financement au démarrage de la firme innovante

Les différents acteurs susceptibles de couvrir le besoin de financement de la firme entrepreneuriale sont la *love money*, le *Business Angel* (BA), le capital risque institutionnel (VC) et le *crowdfunding* (CF) (Bessière et Stéphan, 2015b). Les banques, sous certaines conditions, peuvent aussi jouer un rôle dans cet accompagnement. Nous passons en revue l'aptitude de ces différents acteurs à jouer ce rôle.

1.3.1. La banque

La dette bancaire, par définition, représente la priorité du nouvel entrepreneur à cause de son "égoïsme" (son envie de garder le contrôle de sa firme) qui le rend réticent à ouvrir son capital (Feeney et al, 1999). Cette préférence est prédite par la *pecking order theory* (POT) (Myers et Majluf, 1984). Cependant, ce recours au plus classique des intermédiaires est problématique à cause des principes de fonctionnement propres à cet acteur (Morrissette, 2007). En effet, l'intermédiation bancaire suppose une collecte des épargnes des ménages,

très averse au risque par nature, pour les redistribuer à d'autres acteurs économiques demandeurs de capitaux. Une condition de leur survie est la capacité à pouvoir répondre rapidement à un retrait massif des ménages et donc disposer d'actifs très liquides. Pour se couvrir contre le risque, les banques vont couvrir leurs différentes positions en érigeant le système des garanties réelles comme condition de prêt afin d'assurer leur liquidité.

Les garanties sont les seuls moyens de couverture contre le phénomène de la sélection adverse, de hasard moral et donc contre un risque de non remboursement des prêts (Aernoudt, 2005). Les garanties constituent le substitut parfait de la surveillance active de l'entité bénéficiaire des prêts bancaires (Collewaert, Manigart et Aernoudt, 2010). La firme innovante à son démarrage ne dispose principalement que de son innovation (un actif immatériel) et elle a besoin de temps pour assurer son développement, devenir rentable et faire face à ses engagements. Elle est donc confrontée à des demandes de garanties trop élevées qu'elle ne peut pas fournir en tant qu'entité morale juridiquement indépendante. Le prêt bancaire n'est pas accessible lorsque les actifs sont spécifiques (spécificité physique, spécificité de site, spécificité temporelle, spécificité humaine) (Mondelli et Klein, 2014 ; Williamson, 1988). Lorsqu'une firme se caractérise par une absence de profit et d'actifs tangibles, la dette bancaire n'est pas une option de financement (Cassar, 2004; Denis, 2004). La banque manque de compétences et de moyens nécessaires pour contrôler les projets ayant peu d'actifs nantissables. L'accès au crédit bancaire s'est encore plus réduit avec le durcissement de la réglementation bancaire sur le niveau de capitaux propres requis pour couvrir l'exposition au risque (Harrison et al., 2010). Les nouvelles réglementations demandent aux banques d'exiger de leurs clients des hauts de bilan significatifs afin de garder le contrôle de leurs engagements. L'endettement bancaire ne peut donc pas combler le *gap* financier (Mason et Harrison, 1995; Sullivan et Miller, 1996). La philosophie des banques fragilise leur aptitude à être substantiellement présentes au démarrage des firmes innovantes. Cette dernière est trop coûteuse en termes d'investissement pour la banque.

Il ne s'agit pas ici de contredire les études récentes qui attribuent un rôle important à la banque conformément au POT (Cassar, 2004; Robb et Robinson, 2012). Il faut cependant noter que les concours bancaires les plus significatifs sont des *insiders capital* (carte de crédit, prêts garantis par les entrepreneurs et leurs proches etc.) (Berger et Udell, 1998). Ce sont, de façon indirecte, des financements apportés par l'équipe entrepreneuriale, les familles et les proches. La dette bancaire n'est donc pas garantie par la firme innovante (personne morale). L'importance de ces concours bancaires doit être analysée avec minutie. Il convient aussi de relativiser notre position ci-dessus puisque dans un pays comme l'Allemagne, considéré

comme un des champions de l'innovation en Europe⁶, le système bancaire relationnel basé sur le principe de la *Hausbank* est le premier apporteur de capitaux pour le développement de l'innovation (Schafer et Schielder, 2009). Ces banques offrent le meilleur *smart capital* (capital intelligent) qui désigne une participation financière ponctuée par un échange permanent d'informations entre l'investisseur et l'investie.

1.3.2. Le capital risque : l'institutionnel et l'informel

L'industrie du capital-risque ou capital innovation s'est développée afin de couvrir le *gap* financier. Aujourd'hui, elle s'est énormément métamorphosée avec une composante formelle ou institutionnelle et une composante informelle. L'approche des actifs spécifiques défendue par Williamson (1988) présuppose une domination des experts de capital-risque dans le financement des firmes innovantes. Leurs investissements sont caractérisés par : un statut de créanciers résiduels quelle que soit l'issue du projet financé ; un engagement sur la durée de vie du projet en prenant des parts dans le capital ; une obtention du droit de contrôle comme actionnaire au sein des organes de direction de la firme investie (Mondelli et Klein, 2014). Ainsi, il est plus facile pour le capital-risque de contrôler l'évolution des firmes innovantes à leur démarrage contrairement aux institutions de crédit.

1.3.2.1. Les fonds de capital-risque formel ou institutionnel (VC)

La philosophie d'investissement des fonds VC a beaucoup évolué dans le temps. Dirigés la plupart du temps par des anciens banquiers, ils réappliquent les méthodes issues de leurs précédentes institutions. Ils sont des professionnels de l'investissement, des gestionnaires du fonds ou *General partners* qui vont investir des capitaux qui leur sont confiés par des souscripteurs ou *limited partners* (des investisseurs institutionnels et des fonds de pension) (Chan, 1983; Jensen, 2002 ; Metrick et Yasuda, 2011). Leur motivation principale est la rentabilité financière pour leurs actionnaires (Avdeitchikova et al, 2008). Les bouleversements économiques, les évènements géopolitiques et les scandales successifs de malversations fiscales ont créé des pertes colossales pour les VC (Freear, Sohl et Wetzel, 1994). Jensen (2002) parle d'une dégringolade vertigineuse à hauteur de 63% de leurs investissements entre 2000 et 2001. Ils ont donc procédé à un réaménagement de leur modèle d'investissement pour se focaliser sur des phases de développement moins risquées au détriment de l'accompagnement dans les phases de démarrage. Les gestionnaires vont canaliser les ressources vers les phases de développement qui d'ailleurs demandaient

⁶ Note d'analyse n°237

d'énormes ressources financières (Jensen, 2002). Les phases d'expansion sont moins exigeantes en temps et en efforts de *monitoring* (Lahti, 2011). La rentabilité des capitaux est plus fonction de la qualité de la structuration du *deal* parce qu'il existe déjà un *track record* sur les activités de la firme ciblée (Aernoudt, 1999). Le développement de l'innovation nécessite une longue durée (Tyebjee et Bruno, 1984) et les VC ne peuvent se permettre d'être des acteurs principaux de cette phase de développement. Le démarrage n'est plus au cœur de leur philosophie d'investissement.

1.3.2.2. *Le capital risque informel*

Le capital-risque informel va regrouper l'ensemble des pourvoyeurs de capitaux qui ne sont pas des investisseurs professionnels. Elle regroupe les *love money*, les *BA* et les autres catégories d'investisseurs individuels (Riding, 2008). Leurs participations en *early stage* sont plus importantes que celles du capital-risque formel (Maula, Autio et Arenius, 2005; Politis, 2008).

1.3.2.2.1. *La love money*

Les fonds de proximité ou *love money* (famille et amis) constituent une source importante à la phase de démarrage même s'il s'agit de contributions individuelles parfois marginales (Avdeitchikova, 2008). Ce sont les *insiders capital*. Ils regroupent des investissements faits dans des projets portés par des amis et des membres de la famille. Ces derniers sont des apporteurs de capitaux occasionnels qui interviennent pour soutenir un entrepreneur de façon non répétitive (Riding, 2008). Ce sont les premiers capitaux qu'obtient l'entrepreneur à la genèse de son idée (Ludvigsen, 2009; Morrissette, 2007; Harrison, 2013). Ils représentaient environ 50% de l'investissement informel canadien entre 2002 et 2005 (Riding, 2008). Clercq et al. (2012) les qualifient de micro investissement composé des 3F : *Family, Friends et Foolhardy investors*. Harrison (2013) parle de 5F en rajoutant le *Founder* et les *Fans*. Les *love moneys* sont certes importants dans l'écosystème entrepreneurial mais ils sont surtout des aides informelles (Erikson, Sørheim et Reitan, 2003). D'abord, ce sont de faibles montants mis à disposition du porteur du projet par ses proches. En plus, participer à un projet porté par un proche ou un membre de sa famille ne respecte pas tout à fait le principe d'investissement "intelligent". L'aide à un proche est plutôt de l'ordre de l'affection ou parfois de la responsabilité qui nous incombe. Les fonds familiaux et amicaux, les aides des fans sont contraints par des liens de sang, de mariage et de sentiment. Ils ne sont pas disponibles en dehors du cadre familial ou amical et donc ne constituent pas un marché. Le

comportement d'investissement des investisseurs proches et des investisseurs individuels externes ne sont pas significativement différents (Maula, Autio et Arenius, 2005). L'investissement financier des proches cible très peu les projets innovants à fort potentiel de croissance rapide et le retour financier n'est pas l'objectif principal de la participation au capital (Erikson, Sørheim et Reitan, 2003). Riding (2008) constate que la plupart de ces investissements se soldent par des pertes confirmant ainsi l'aspect non évaluatif du comportement d'investissement. Selon Avdeitchikova et al (2008), il existe des motivations et des critères autres que ceux mobilisés par un investisseur externe. En fonction de leur philosophie et malgré le faible coût de ce financement, cette source ne va donc pas valablement couvrir le besoin de financement des firmes innovantes. Notre position ne signifie pas ici que nous dénonçons l'importance du financement de proximité.

1.3.2.2.2. *Les business angels (BA)*

Le BA intervient à l'épuisement des *love money* et avant que la nouvelle firme ne soit capable d'attirer les fonds VC. Il intervient parfois avant que le projet ne soit capable de produire des *cashes flows* (Wong, Bathia et Freeman, 2009). Il couvre les phases d'analyse de la faisabilité, de *prototyping* et du début de commercialisation (Harrison 2013). Au début des années 2000, leurs investissements étaient au moins deux fois supérieurs à ceux des VC en amorçage selon les pays (Jensen, 2002; Wong, Bathia et Freeman, 2009). Entre 2001 et 2004, les investissements des BA représentaient en moyenne 1,55% du PIB mondial alors que les participations des VC formels n'étaient que de 0,08% du PIB mondial (Szerb et al., 2007). Ils se sont initialement beaucoup intéressés aux firmes de *high tech* durant les années 80 et 90 (Wilson, 1995). De façon générale, l'investissement des BA intervient dans les situations très risquées avec les caractéristiques suivantes : forte incertitude sur la manière dont la firme va se développer, impossibilité de juger avec précision les aptitudes et les intentions de l'entrepreneur, contraintes budgétaires et temporelles pour effectuer une *due diligence* complète, absence de marché pour échanger leur part de capital dans les firmes investies et non existence de marché des talents pour contrôler l'entrepreneur (Kelly et Hay, 2003)

La socialisation est un aspect important dans le processus d'investissement des BA. En effet, leur évaluation des projets se fait essentiellement par des informations tacites, non codifiées et personnalisées (sa valeur dépend plus de son émetteur que de l'information elle-même) (Ferrary, 2006). L'investisseur utilise un processus d'apprentissage mutuel collaboratif où la fréquence des rencontres informelles avec l'entrepreneur facilite le transfert de l'information tacite. La socialisation à travers des investissements spécifiques (passer plus

de temps avec l'entrepreneur, intégrer son réseau, faire intervenir l'*intuitu persona* etc.) facilite le processus d'apprentissage mutuel. Les BA ont une forte préférence pour des investissements locaux ou de proximité (Aram, 1989). Le capital confiance locale leur permet de gérer différemment les potentiels conflits d'agence autour des investissements au démarrage (Brush, Edelman et Manolova, 2012). Ils sont fortement encastés socialement dans leur région. Les coûts de fonctionnement sont ainsi réduits. Simultanément, ils couvrent un *gap* qui est aussi territorial ou géographique à cause de leur plus grande présence dans les régions éloignées des centres financiers importants (Mason et Harrison, 1995 ; Mason et al., 2013). Le BA va ainsi contribuer à révéler le potentiel économique de sa région afin d'attirer les autres apporteurs de capitaux pour des futurs tours de table de financement.

Le BA à travers sa philosophie d'investissement décrite ci-dessus, reste une option importante dans la couverture du *gap* financier. Cependant, il ne faudrait pas occulter le fait qu'il est avant tout un investisseur comme les autres qui recherche une sécurité pour ses capitaux et donc va aussi investir dans les autres phases de développement de la firme (Freear et al., 1994). La présence au démarrage reste dans tous les cas sa priorité (Huang et Pearce, 2015; Kerr et al., 2014).

1.3.2.2.3. *Le crowdfunding (CF) ou le financement participatif*

Le financement participatif est la dernière née des acteurs de financement de la firme privée en général et de la firme innovante en particulier. Le CF est une innovation qui change le jeu pour les nouvelles firmes chercheuses de financement et son éclosion est essentiellement due au nombre de sites internet dédiés à la pratique (Mollick, 2014). Il s'agit de transférer l'acte de financement ou du prêt traditionnellement accompli par un intermédiaire expert reconnu à une foule d'individus non délimitée (Tomczak et Brem, 2013). Ce transfert de rôle permet aux individus désireux d'investir leurs épargnes dans des projets de le faire personnellement en s'affranchissant des frais inhérents à cette opération (Cumming et Vismara, 2016a). Grâce à une réglementation de plus en plus favorable, il est aujourd'hui une alternative sérieuse de financement des firmes en phase d'amorçage (Bruton et al., 2015). Il y a eu le *Jobs Act* aux USA (Bruton et al., 2015) et un nouveau cadre juridique rentré en vigueur en Octobre 2014 en France, qui élargit la pratique à tous les types de projets surtout entrepreneuriaux. Selon le baromètre du financement participatif, il a été collecté en France près de 300 millions d'euros par CF pour le compte de l'année 2015⁷.

⁷ <http://financeparticipative.org/barometre-du-crowdfunding-2015/>

Le *crowdfunding* permet de mobiliser une foule plutôt qu'une communauté d'investisseurs spécialisés en permettant à un porteur de projet de regrouper un ensemble de petites contributions pour constituer un capital suffisant au démarrage de son idée (Belleflamme, Lambert et Schwienbacher, 2014; Colombo, Franzoni et Rossi-Lamastra, 2015; Mollick, 2014). La sélection des projets se fait donc à travers la « sagesse de la foule » et l'importance du réseau derrière chaque projet est un facteur de réussite de la levée de fonds sur une plateforme (Colombo, Franzoni, et Rossi-Lamastra 2015). Le CF est une sorte de *love money* du fait du non professionnalisme de la communauté d'investisseurs qu'il est censé solliciter mais il s'en distingue par le fait qu'il n'implique pas exclusivement des acteurs liés personnellement à l'entrepreneur (Belleflamme, Lambert et Schwienbacher, 2014). Diverses formes de financements participatifs existent : le don, le *reward-based*, la prévente, le *lending* et l'*equity*.

- *Le modèle du don*. Ce modèle sert des actes philanthropiques ou permet de défendre des valeurs auxquelles tiennent les apporteurs de capitaux. Le donneur se satisfait exclusivement de la réalisation du projet c'est-à-dire l'individu participe à un projet sans aucune promesse de retour (Cholakova et Clarysse, 2015; Mollick, 2014).
- Le modèle basé sur la récompense volontaire ou le *reward-based*. Il se base sur des promesses où les financeurs recevront une rétribution matérielle ou un cadeau en contrepartie de leur participation (Mollick, 2014). C'est une forme améliorée de don encore dénommée *patronage crowdfunding* (Tomczak et Brem, 2013).
- Le modèle de la prévente où les fonds sont collectés auprès de personnes qui sont des potentiels clients. Ils reçoivent la garantie d'un achat à un prix discount (Belleflamme, Lambert et Schwienbacher, 2014), les consommateurs futurs devant s'acquitter du prix de vente normal une fois le produit fini. La prévente permet non seulement de lever des fonds mais aussi affecte la production et la vente du produit (Belleflamme et al., 2014). Elle permet aussi au projet de juger l'intérêt du potentiel produit en créant une communauté d'acteurs qui peuvent partager l'information au sein de leurs réseaux respectifs (Tomczak et Brem, 2013).
- Le modèle de prêt ou le *lending*. Ici, le principe est calqué sur le modèle des banques commerciales sauf que les prêteurs décident personnellement d'allouer les fonds. C'est du *Peer to Peer* ou du *Peer to Business lending* utilisant une plateforme internet

comme agent de liaison. Il s'est largement développé depuis la crise financière récente (Bruton et al., 2015).

- le modèle des fonds propres ou *equity*. Il propose un contrat de redistribution des profits futurs ou un pacte d'actionnariat (Cholakova et Clarysse, 2015), ce qui implique une motivation financière. Cholakova et Clarysse (2015) démontrent sur des données hollandaises que la propension à participer à une campagne d'*equity crowdfunding* est essentiellement basée sur une motivation extrinsèque de maximisation de l'intérêt personnel. L'investisseur ne s'engage pas à devenir consommateur des produits de la firme (Belleflamme, Lambert et Schwienbacher, 2014).

Selon Tomczak et Brem (2013), le CF peut couvrir le *gap* financier. Cependant, il doit intervenir parallèlement aux autres sources de financement alternatives. Le don aurait pu être une alternative sérieuse au financement de la firme innovante. Cependant, il est à écarter pour les faibles montants qu'il permet de lever soit une collecte moyenne par projet de 4 200 € en France (Baromètre 2015 du financement participatif). Le modèle de prêt semble plus utilisé par les firmes existantes qui souhaitent se développer en mobilisant des capitaux à des taux plus faibles que le marché du financement classique. Selon Belleflamme, Lambert, et Schwienbacher (2014) le CF sous les formes *equity* et prévente, a un potentiel dans le financement entrepreneurial en *early stage*. Pour ces auteurs, la prévente est une alternative intéressante parce qu'elle permet non seulement de lever des fonds mais aussi de constituer une communauté critique autour de l'entrepreneur. Elle offre une preuve de marché pour le bien ou le service à produire. Cependant, deux faiblesses lui sont inhérentes. D'abord la nécessité d'avoir développé au moins un prototype qui sera amendé par la communauté ; ce qui n'est pas toujours le cas pour les projets entrepreneuriaux en début d'*early stage*. Ensuite, une campagne efficace en prévente n'est efficace que pour les faibles montants à cause du risque de dilution du profit pour l'entrepreneur. En effet, en cas de besoin élevé de capitaux, l'entrepreneur doit prévoir une quantité élevée de préventes à des prix revus à la baisse (principe de la prévente). Le problème ne se pose pas lorsqu'il s'agit d'*equity* CF parce que l'entrepreneur peut fixer la part du capital (et donc des résultats) qu'il souhaite conserver en imputant la dilution du capital à la communauté d'investisseurs qui se répartissent la proportion restante en fonction de leur participation. Ainsi, l'*equity* CF devient plus pertinent pour les projets entrepreneuriaux sans pour autant garantir le soutien d'une communauté. Il permet au porteur de projet de conserver la part souhaitée de la richesse éventuellement créée.

Il peut être aussi envisagé de mixer la prévente et l'*equity* CF afin de maintenir l'avantage des deux modèles.

Il n'existe pas encore aujourd'hui des preuves empiriques de la plus value du CF sur le développement de la jeune firme (Bruton et al., 2015). Le CF reste une bonne option de financement à des coûts très faibles (De Buysere et al., 2012). Le modèle de l'*equity* CF peut suppléer ou compléter les *love moneys* et le BA dans le démarrage entrepreneurial. Comme ces deux catégories d'investisseurs, un *equity crowdfunder* est motivé intrinsèquement (engagement émotionnel, social) mais aussi extrinsèquement (utilité personnelle financière) (Cholakova et Clarysse, 2015). Sa philosophie d'investissement en fait une approche pertinente pour le financement du démarrage.

Le tableau 1 ci-dessous compare les différents acteurs sur le *financing escalator*. Nous avons passé en revue quelques approches de financement qui s'offrent aux firmes entrepreneuriales face au *gap* financier. Nous avons volontairement passé sous silence certaines d'entre elles. Nous n'avons pas exploré le financement par la formation d'alliances avec d'autres firmes, par le système d'avance de la part du consommateur final et d'autres programmes d'investissement des entreprises qui sont très utilisées dans l'industrie technologique par exemple (Freear et al, 2002; Denis, 2004). Nous avons aussi volontairement passé sous silence les accélérateurs qui sont des incubateurs avancés et qui résultent de coopérations public/privé, intégrant dans certains cas des universités (Le Moign, 2012). Leur finalité est d'accompagner les idées afin de leur procurer une certaine qualité et ainsi éviter le repli des potentiels investisseurs informels (Mason et Harrison, 2003). Les incubateurs peuvent, de leur côté, héberger les porteurs de projets pendant une année en moyenne afin de leur permettre de sortir de leur phase de recherche en laboratoire. Il ne faudra pas non plus négliger l'intervention publique où les Etats ont mis sur pied des programmes de co-investissement afin de soutenir les réseaux de BA. Le financement intervient dans ces cas dans une proportion 1 euro investi par le privé - 1 euro investi par le public (Mason, Botelho et Harrison, 2013). Ce sont les BA qui se chargent de la sélection et de l'évaluation puisqu'ils sont plus qualifiés dans cette tâche. Ce type de coopération augmente sensiblement les montants investis au démarrage (Mason, Botelho et Harrison, 2013). Des institutions ou programmes publics d'investissement ou *governmental venture capital* ont pour objectif de suppléer la défaillance du marché de capital risque pour certains secteurs d'activité spécifiques (les énergies renouvelables, les biotechnologies, les projets pharmaceutiques) (Audretsch et al., 2014; Colombo et al., 2014). Les organismes publics

restent des apporteurs de capitaux importants dans le développement entrepreneurial (Lahti, 2011).

Tableau 1: Comparaison des différentes sources de financement au démarrage de la firme innovante (inspiré de Bonnet et Wirtz 2011; Bessière et Stéphany 2015b)

	Banque	<i>Love money</i>	BA au sein de réseau	Fonds des VC	<i>Equity Crowdfunding</i>
Origine des projets	Base de clients de la banque	Proches et amis	Réseau personnels, BAN, écosystème entrepreneurial sur le territoire	Réseau de capital risque, acteurs publics de l'accompagnement, banques.	Plateforme de CF
Processus de sélection et évaluation	Sollicitation de crédits ; due diligence : Ratio financier, analyse comparatif sectoriel, historique de la relation avec la firme et les membres de l'équipe entrepreneuriale.	Pas de processus de sélection : c'est le lien personnel avec le porteur qui importe.	Tri initial, pitch, comité de sélection, instruction, comité d'investissement ; évaluation informelle ancrée sur l'expérience du BA ; utilisation de l'intuition ; importance des référents ; primauté de l'équipe.	Tri initial, sélection, évaluation approfondie ; évaluation formelle et détaillée ; jugement personnel ; avis des consultants ; primauté des revenus financiers.	Processus en deux temps : acceptation du projet par la plateforme puis acceptation par la foule. Importance de la lisibilité « marché » du projet ou du caractère sociétal Variable clé : réactivité de l'entrepreneur via les outils de communication web.
Nature des projets	Projet avec des actifs nantissables ; garanties peuvent venir des entrepreneurs ; toute étape de développement.	La nature du projet importe peu ; c'est la force du lien entre l'entrepreneur et ses proches qui l'emporte dans la décision d'investir ; très présent en <i>seed stage</i> .	Petits projet ; critères régionaux (emplois, rayonnement économique etc.), innovation ; potentiel de croissance ; plus présent en <i>early Stage</i> .	Innovation, potentiel de croissance ; beaucoup de <i>late stage</i> : LBO, MBO.	Innovation ; présent en <i>seed et early stage</i> .
Caractéristiques des investisseurs	Intermédiaires bancaires.	Entrepreneurs, familles, amis et fans; Pas d'investisseurs professionnels	Entrepreneur actif ou à la retraite ; Cadres à la retraite ou en activité ; Pas des professionnels de l'investissement	Professionnels de l'investissement en capital risque .	Membres de la foule, dont le statut peut aller du novice à l'expert.
Motivations	Rentabilité pour l'épargnant et la banque.	Affectives.	Investisseur hédoniste, économique et altruiste.	Financière (plus-value sur sortie) sur une période prédéterminée.	Passion : militant, volonté de participer à une aventure nouvelle ; intérêt financier.
Contrat de financement	Contrat d'emprunt.	« Customisé » par l'entrepreneur, pas de contrat spécifique.	Pacte d'actionnaires et suivi de l'investissement ; faible % du capital en contrepartie.	Pacte d'actionnaires ; contrôle du capital et clause contractuelle pour réduire les risques d'agence.	Gérer par la plateforme (Ex : mise en place de Holding de financement).
Suivi de l'investissement	Amortissement périodique de l'emprunt.	Pas de suivi formel.	Proximité physique ; suivi financier ; membre de conseil stratégique et/ou du conseil d'administration.	Suivi financier ; membre de conseil stratégique et/ou du conseil d'administration ; contrôle du management.	Gérer par l'équipe d'experts de la plateforme.
Relation au risque	Aversion au risque.	Pas de mesure de risque.	Attitude volontaire envers le risque.	Aversion au risque ; aversion pour la perte.	Risque supporté par la foule pas la plateforme. Faiblesse des participations individuelles.

Le concept du *financing escalator* offre la possibilité de faire un inventaire des différents acteurs du financement de l'innovation en fonction du cycle de vie de la firme. Il permet aussi de localiser les phases du développement où subsistent les *equity gap*. *L'early stage* est une phase critique. Selon cette première perspective que nous caractérisons comme macroéconomique, les fonds VC se retirent du démarrage à cause de la faiblesse des rentabilités à court terme pour couvrir les coûts de fonctionnement. Les acteurs susceptibles d'être présents à ce stade ont des coûts de fonctionnement faibles. *Financing escalator* et *gap financier* sont donc deux concepts qui décrivent le contexte du financement de l'innovation et mettent en évidence les problèmes qui se posent. L'opportunité d'investissement se résume à une comparaison coûts/rentabilité. Les financeurs sont supposés experts dans le calcul des rentabilités sur les projets d'innovation. Cette première perspective n'a pas expliqué la manière dont adviennent les anticipations de rentabilité pour la firme porteuse d'innovation. L'offre de capital est insuffisante parce que l'investissement n'y semble pas rentable. Selon les théoriciens en finance, la nature de la firme complexifie ces anticipations. La tâche de reconnaissance des opportunités est difficile à cause de la forte asymétrie et des problèmes d'agence inhérents aux firmes innovantes. Les recherches se sont donc intéressées aux comportements des différents acteurs face à de telles situations financières.

Section 2 : La firme entrepreneuriale dans le financement de l'innovation

Les théorisations autour de la complexité du financement de l'entrepreneuriat innovant ont évolué sous le champ de la finance entrepreneuriale. Cette dernière s'intéresse à l'accès au financement des firmes innovantes à leur démarrage. Son objet est la firme entrepreneuriale. Nous rappelons ci-dessous les caractéristiques d'un tel objet et son influence sur le comportement d'investissement. L'émergence de ce champ de recherche est d'abord présentée brièvement.

2.1. La finance entrepreneuriale : la fragilité du champ de recherche

L'importance accrue de la nouvelle firme porteuse d'innovation dans les différentes économies modernes s'est accompagnée d'un accroissement des financements par le capital risque en leur faveur à partir des années 90 aux USA (Levratto et Tessier, 2016; Berger et Udell, 1998; Wirtz, 2011 ;Denis, 2004). Ceci a justifié l'émergence des recherches sur la finance entrepreneuriale (Cumming et Vismara, 2016a; Berger et Udell, 1998). Cependant, le champ a été maintenu longtemps à l'écart de la théorie moderne en finance à cause de la

spécificité de son objet d'étude. Les firmes innovantes au démarrage encore appelées firmes entrepreneuriales ont des mécanismes spécifiques d'accès aux ressources financières comme le réseau personnel de l'entrepreneur par exemple (Cumming et Vismara, 2016b; Denis, 2004). Elles n'ont pas accès au marché financier alors que la littérature en finance d'entreprise a substantiellement analysé les entreprises cotées (Audretsch et al., 2014) ; ce qui fragilise le transfert de connaissances. Il a fallu attendre les récentes avancées de la recherche pour admettre que les firmes entrepreneuriales sont aussi caractérisées par les deux problèmes fondamentaux que nous connaissons en finance d'entreprise à savoir : l'asymétrie d'information et les problèmes d'agence (Denis, 2004; Fathi et Gailly, 2003). La finance entrepreneuriale traite ainsi des problèmes traditionnels d'asymétrie d'information et de problèmes d'agence mais à un degré plus fort (Denis, 2004). Elle étudie la manière dont les réglementations, les mécanismes et les structures de marché des capitaux s'adaptent aux spécificités de la firme entrepreneuriale (Cumming et Vismara, 2016b).

La reconnaissance dans la finance entrepreneuriale de la primauté des phénomènes classiques d'agence et de l'asymétrie d'information a fait exploser le nombre de travaux par les chercheurs (Denis, 2004). Elle regroupe aujourd'hui les travaux liés aux problématiques de financement d'un grand nombre de firmes non cotées à savoir : les petites et moyennes entreprises, les firmes en création, les firmes innovantes, les firmes familiales etc. (Fathi et Gailly, 2003 ; Mason et Harrison, 1995). Il convient de différencier tous ces objets.

2.2. Les spécificités de la firme entrepreneuriale

La firme entrepreneuriale désigne une entité qui se crée sur la base d'une stratégie d'innovation (quelle que soit sa source) avec des objectifs de croissance et de profitabilité à long terme (Carland et al., 1984; Matthews and Scott, 1995). Au cœur de sa stratégie doit se retrouver l'action entrepreneuriale, c'est-à-dire une nouvelle combinaison utile de ressources pour le marché. L'action entrepreneuriale signifie essentiellement la remise en cause des valeurs établies, la création ou l'identification de nouvelles relations entre moyens et fins précédemment non détectées ou non utilisées sur le marché (Chabaud et Messeghem, 2010 ; Kerr et al., 2014). La firme entrepreneuriale est une firme privée ou fermée parce que la nature de son activité ne lui permet pas d'accéder au marché boursier, mais une firme privée n'est pas automatiquement une firme entrepreneuriale. L'entreprise familiale, majoritairement détenue par les membres d'une même famille par exemple peut être une firme privée mais elle n'est pas de facto entrepreneuriale.

La firme entrepreneuriale n'est pas non plus simplement une petite firme parce que sa caractérisation ne se limite pas à un nombre d'années d'existence ou au nombre de salariés qu'elle contient. Rappelons que selon l'INSEE, la catégorie des petites et moyennes entreprises (PME) est constituée des entreprises qui emploient moins de 250 personnes et qui ont un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros. Ceci est loin de la réalité des firmes entrepreneuriales dans leur globalité. La prise de risque autonome et volontaire est une autre caractéristique de la firme entrepreneuriale (Fayolle, 2010). En effet, sa stratégie doit se distinguer de celle des firmes matures désireuses d'innover (Pettit et Singer, 1985). Le soutien que peut apporter l'entité morale mature est inexistant dans le cas de la firme indépendante, ce qui complexifie sa réalité financière. La phase de développement est donc inhérente à la définition d'une firme entrepreneuriale. Elle n'est pas une entité qui possède une autre activité stable. Elle n'a pas non plus atteint une étape de consolidation d'un marché sur lequel elle s'est préalablement ancrée. Dans ce cas, sa stratégie ne viserait plus la remise en cause de valeurs établies comme le ferait une vraie firme entrepreneuriale. Les firmes entrepreneuriales qui ont un objectif de croissance rapide et durable représentent en réalité un faible pourcentage des entreprises nouvellement créées (Sohl, 1999). Ainsi, nous retenons l'idée centrale selon laquelle la firme entrepreneuriale est une jeune entreprise privée, indépendante, porteuse d'une innovation et en phase de démarrage. La notion de démarrage est elle-même pluri-formes comme nous l'avons vu dans la section 1. Les spécificités du financement de la PME ni des firmes familiales ne doivent pas être transférées directement pour décrire les décisions de financement dans les firmes entrepreneuriales (Robb et Robinson, 2012).

La finance entrepreneuriale est donc née du rapprochement des théories financières avec celles de l'entrepreneuriat (Cumming et Vismara, 2016a). Elle va se focaliser sur les firmes entrepreneuriales puisque le manque de ressources financières est reconnu comme un facteur important de l'échec au démarrage. Dans la suite de notre propos, le démarrage est réduit à l'*early stage* parce qu'il s'agit de la phase où les difficultés de financement de l'innovation sont les plus importantes et plus dommageables. Cette phase correspond à l'épuisement de la *love money* et des aides publiques. L'entrepreneur va ainsi ouvrir son capital à des investisseurs externes afin de finaliser la faisabilité et débiter la commercialisation (European Private Equity et Venture Capital Association-EVCA, 2014). La firme entrepreneuriale que nous voulons étudier est donc une firme porteuse d'innovation en *early stage*. Elle est donc très risquée à cause du degré d'innovation de son projet, de son

caractère privé et de l'insuffisance d'historique de performance (Manigart et al., 1997). Ces caractéristiques sont exposées ci-dessous.

- D'abord le rôle important du fondateur ou de l'entrepreneur qui assure à la fois le rôle de manager et d'investisseur ou propriétaire principal (Jensen et Meckling, 1976). Tant qu'il n'y a pas de recours à du financement extérieur, cette configuration garantit une absence totale de conflits d'agence. C'est une caractéristique que la firme entrepreneuriale va hériter de son caractère « petit » (Pettit et Singer, 1985). Il n'y a donc pas de distinction claire entre les actifs de la petite firme et ceux de l'entrepreneur (St-Pierre et Fadil, 2011). La finance standard assume une dissociation entre propriété et management, ce qui conduit la théorie de l'agence à développer les différents mécanismes disciplinaires d'alignement des intérêts entre les parties prenantes. Pour un apporteur de capitaux externes, la concentration des rôles dans les mains de l'entrepreneur est perçue comme une source de risque puisque la prise de décision reste très dépendante de l'aversion au risque du manager/propriétaire. Les coûts d'agence vont donc être élevés dans la firme entrepreneuriale qui ouvre son capital à l'extérieur parce que les intérêts et les objectifs de l'entrepreneur diffèrent très souvent de ceux des investisseurs extérieurs (Bonnet et Wirtz, 2011). A côté des objectifs financiers, l'entrepreneur poursuit aussi des finalités non pécuniaires à savoir l'indépendance, la qualité de vie, le plaisir et la responsabilité sociale (Astebro et al., 2014; St-Pierre et Fadil, 2011). La théorie financière suppose que les opportunités stratégiques existent de façon exogène dans l'environnement. Ainsi pour maximiser la valeur, il faut mettre en place des leviers d'incitation pour amener l'entrepreneur à choisir les meilleures opportunités et à y consacrer l'effort nécessaire. Elle ignore donc l'Homme (les préférences individuelles) dans l'entreprise comme acteur pivot du choix des opportunités. La situation est tout autre dans la firme entrepreneuriale. Le manager/propriétaire est le cœur de la stratégie et de la prise de décision. Les risques et les coûts d'agence sont donc exacerbés avec la concentration des rôles et la diversité des finalités dans la firme entrepreneuriale.
- Ensuite, l'asymétrie d'information est plus forte dans les firmes entrepreneuriales pour diverses raisons (Audretsch et al., 2014; Berger et Udell, 1998; Bernstein et al., 2015; Cosh et al., 2009; Cumming et Vismara, 2016b; Robb et Robinson, 2012). L'asymétrie d'information suppose que l'entrepreneur ou les dirigeants d'une entreprise (*insiders*) possèdent des informations sur la qualité d'une entreprise ou d'un projet que les acteurs externes (*outsiders*) n'ont pas (Brenet, 2005; Myers et Majluf,

1984; Shyam-Sunder et Myers, 1999). Les firmes entrepreneuriales sont caractérisées par une forte opacité informationnelle. A cause de leur jeune âge, elles n'ont pas d'états financiers audités, certifiés et disponibles publiquement (Berger et Udell, 1998). Parfois, elles entretiennent cette opacité à cause des craintes d'expropriation et d'imitation des entrepreneurs (Fathi et Gailly, 2003; Ueda, 2004). L'information sur leur activité est privée afin de protéger leur avantage et leur petite taille. Il existe très peu d'informations ou d'historiques sur leur rentabilité et leur capacité de remboursement (Berger et Udell, 1998). L'entrepreneur, quand il en a la possibilité, va donc essayer au maximum de repousser le recours aux *outsiders* afin de protéger ses informations (Cosh et al., 2009; Myers et Majluf, 1984). Dans certains contextes, l'opacité n'est pas volontaire. L'équipe entrepreneuriale est incapable de communiquer ou de transmettre la qualité de sa nouvelle entreprise aux acteurs externes. Ceci exacerbe la mauvaise distribution de l'information entre les acteurs sur le marché des capitaux (Audretsch et al., 2014). Les mécanismes de contrôle ou de réduction des problèmes d'agence sont moins efficaces dans ce cas. L'absence de garantie physique, l'objectif de croissance élevée, le taux de rendement élevé et la propension à prendre des risques exacerbent l'asymétrie d'information (Ueda, 2004). L'intangibilité des actifs (il s'agit particulièrement de capital intellectuel ou de la connaissance spécifique de l'entrepreneur) renforce l'opacité informationnelle puisque l'entrepreneur devient indispensable et ne peut pas être contrôlé par un marché de l'emploi ou des talents (Pettit et Singer, 1985). Dans les contextes normaux traités par la théorie financière, les managers sont remplaçables par des *alter ego* présents sur un marché de travail efficient. Ils doivent donc servir les intérêts des apporteurs de capitaux afin de garder leurs places. Dans la firme entrepreneuriale, la spécificité de l'expertise des entrepreneurs les rend presque indétronables. Le temps passé à développer leur projet leur donne un avantage intellectuel substantiel. Ils ont conscience du fait qu'ils ne peuvent pas être contrôlés par un marché de travail extérieur. C'est aussi cet avantage qu'ils protègent en divulguant peu d'informations sur leurs idées. Ainsi, la firme entrepreneuriale se caractérise par une asymétrie d'informations plus forte pour les raisons ci-dessus qui sont absentes dans les firmes matures.

- La flexibilité est une troisième spécificité de la firme entrepreneuriale (Pettit et Singer, 1985). Elle peut redéployer rapidement ses actifs (intellectuels généralement) et ainsi modifier ses objectifs opérationnels. Par définition, la flexibilité ou la capacité

à pivoter stratégiquement est un avantage pour la firme entrepreneuriale puisqu'elle lui permet de s'adapter à la conjoncture économique contrairement aux entreprises matures (Bhide, 1992). Elle va ainsi lui permettre d'avoir le positionnement le plus pertinent sur le marché. Cependant, cette aptitude est mal perçue par le financier sous les postulats de la finance moderne standard. En effet, le changement d'orientation opérationnelle peut se faire aux dépens de l'apporteur des capitaux. La firme entrepreneuriale peut réorienter ses actifs vers des activités plus risquées et donc destructrices de valeur pour l'apporteur de capitaux. Le statut de manager/propriétaire augmente cette crainte. La flexibilité vient donc exacerber les problèmes d'agence en augmentant le risque de non alignement des intérêts entre les parties. Elle est positivement corrélée avec l'intangibilité des actifs de la firme, accroissant ainsi l'absence des actifs nantissables au profit d'investisseurs externes. La flexibilité vient complexifier la perception du risque de la firme entrepreneuriale par l'investisseur (Pettit et Singer, 1985) rajoutant ainsi une particularité au financement de ce type d'entité économique.

- L'asymétrie de connaissance est une dernière spécificité de la firme entrepreneuriale. L'investissement dans une firme entrepreneuriale a un enjeu économique : le financeur doit être capable de sélectionner des projets à fort potentiel afin de les accompagner dans leur développement (Bessière et Stéphany, 2015). C'est seulement en investissant que la production d'information critique peut advenir (Scott, Shu et Lubynsky, 2015). La source du risque n'est plus seulement une asymétrie d'information mais aussi une asymétrie de connaissance entre l'entrepreneur et l'investisseur (Bonnet, Wirtz et Haon, 2013; Bonnet et Wirtz, 2011). Il est nécessaire d'avoir une certaine proximité mentale entre ces deux types d'acteurs afin de faciliter une collaboration pertinente et un développement rapide de la firme. L'information fiable sera ainsi produite. La proximité mentale dépend dans un premier temps de la familiarité de l'investisseur avec les stratégies d'innovation. La firme entrepreneuriale a l'innovation au cœur de son activité et l'investisseur doit posséder des connaissances ou du moins être ouvert à une démarche d'entreprise innovante afin d'apporter de la valeur stratégique. Ensuite, l'expérience entrepreneuriale est une autre source de proximité mentale avec l'entrepreneur. Les entrepreneurs sont souvent considérés comme des acteurs ayant des expériences et des éducations spécifiques qui leur permettent d'identifier et d'exploiter des opportunités (Bonnet et Wirtz, 2011). Seuls les investisseurs ayant ce type d'expériences sont susceptibles de comprendre la

réflexion et la stratégie de l'équipe entrepreneuriale. Enfin, l'objectif de rapidité du développement peut réduire la proximité mentale. A la phase d'amorçage, le développement est accéléré, ce qui représente de grands défis pour l'équipe entrepreneuriale avec des besoins de compétences managériales conséquentes (Wirtz, 2011). L'absence de connaissances managériales en rapport avec les besoins de développement rapide chez l'investisseur peut rompre la proximité avec les équipes entrepreneuriales. L'investissement dans les firmes entrepreneuriales doit prendre en compte ce besoin de proximité qui représente une source supplémentaire de risque.

La firme entrepreneuriale est un actif spécifique caractérisé par : une asymétrie d'information plus forte due au caractère privé et jeune de la firme, des problèmes d'agence exacerbés à cause de la propriété du capital et de la flexibilité, et une asymétrie de connaissance à cause du besoin de co-crédation de valeur entre investisseurs et entrepreneurs. Ces différentes caractéristiques font de la firme entrepreneuriale un objet complexe à évaluer selon la théorie financière moderne. L'identification d'une opportunité d'investissement doit intégrer ces différentes spécificités. Les études existantes ont été très peu précises dans leur définition de la firme entrepreneuriale. Par exemple Robb et Robinson (2012) parlent de firmes entrepreneuriales mais utilisent une base de données sur les petites firmes (*small firms*) américaines. Cosh et al. (2009) utilisent une enquête sur une population de firmes anglaises de moins de 500 employés et argumentent en faveur de firmes entrepreneuriales. Berger et Udell (1998) parlent du financement de la petite firme dans sa globalité en y intégrant évidemment l'entrepreneur dans la firme entrepreneuriale. Brenet (2005) évoque le financement des *startups* françaises en se focalisant seulement sur les chercheurs créateurs sortis de l'université. Cassar (2004) parle de l'analyse du financement de la *startup* en Australie, mais la caractéristique de constitution de sa base de données était le « nombre d'années d'existence inférieur à 2 ans ». Il se focalise ainsi plus sur l'âge de la firme et la difficulté du partage de l'information. Inévitablement, les « armes » investiguées par les théoriciens ont été très limitées. Nous pensons qu'il y a aujourd'hui un besoin de mieux circonscrire l'objet d'analyse afin de donner plus de légitimité à une analyse du comportement d'investissement.

2.3. Les mécanismes de gestion de l'incertitude et de l'asymétrie d'information

Les spécificités de la firme entrepreneuriale ont encouragé les recherches sur les mécanismes des différents apporteurs de capitaux pour mitiger les coûts d'agence induits et l'asymétrie d'information. La plupart des analyses portent sur l'industrie du capital-risque

parce que les acteurs sont décrits comme susceptibles de réduire l'asymétrie d'information et d'agir en incertitude (Amit, Brander et Zott, 1998). Les mécanismes suivants sont utilisés par cette industrie : les actions préférentielles, les droits de vote au conseil d'administration, le financement par étapes, la diversification/spécialisation du portefeuille, le co-investissement ou syndication et les clauses contractuelles (pacte d'actionnaires, clause de compensation etc.). La littérature décrit aussi un processus d'évaluation très approfondie en amont de l'investissement fait par les différents acteurs du financement. L'industrie du capital-risque est aujourd'hui fragmentée et les mécanismes ci-dessous évoqués sont utilisés par les différents acteurs à des degrés différents.

Le financement par étapes consiste à échelonner l'investissement en fonction du développement de la firme. Ce mécanisme de financement est un moyen d'incitation de l'entrepreneur pour atteindre les objectifs périodiques initialement fixés. Il amène le financeur à délibérément allouer moins de capital dans les premières étapes d'intervention en espérant avoir progressivement plus d'informations sur la qualité du projet (Gompers, 1995). En cas d'évolution positive par rapport à des seuils fixés par le financeur, celui-ci engagera les capitaux nécessaires pour la prochaine étape de développement. Dans ce type de montage, l'investisseur et l'entrepreneur gardent des options extérieures au *deal* qui leurs permettent chacun de se désengager au profit d'autres opérations ou projets plus avantageux (Dahiya et Ray, 2012; Wong, Bathia et Freeman, 2009). L'investissement par étapes permet alors de s'adapter aux besoins d'expérimentation qui caractérisent les étapes de démarrage de la firme entrepreneuriale (Kerr et al., 2014). L'expérimentation est une approche de comportement en incertitude qui permet de collecter des informations qui sont coûteuses à obtenir.

La diversification du portefeuille comme stratégie d'investissement est très connue en finance et aussi très utilisée par les experts du capital-risque. Elle stipule la dispersion du risque à travers des investissements soit dans différentes industries, soit dans des firmes avec des stades de développement différents, soit dans des marchés différents (Norton et Tenenbaum, 1993). L'objectif est de réduire le risque à sa composante systématique, c'est-à-dire uniquement dépendant du système économique dans son ensemble. Baeyens et al. (2006) affirment qu'un portefeuille de 10 à 15 investies peu corrélées, assure un bon niveau de diversification dans le capital risque. Parallèlement d'autres investisseurs optent plutôt pour la spécialisation qui leur permet de profiter de la ressource informationnelle spécifique à un secteur d'activité donnée (Norton et Tenenbaum, 1993). Diversification et spécialisation coexistent donc dans l'industrie.

Le droit de vote ou de contrôle est un mécanisme de contrôle efficient en incertitude et très répandu dans le capital-risque (Wong, Bathia et Freeman, 2009). Les VC cherchent à contrôler le capital de leurs investies afin de minimiser le risque de hasard moral⁸ contrairement aux BA (Becker-Blease et Sohl, 2007; Bonnet et Wirtz, 2011). Ils mettent plus de temps dans la négociation des contrats de *deal* afin de se garantir le pouvoir de révoquer le management de la firme si nécessaire (Osnabrugge, 2000). Ils sont plus dans une logique de contrôle contractuel que le BA. Ce dernier préfère la proximité avec l'équipe entrepreneuriale afin de contribuer plus efficacement à la création de valeurs. Pour ce type d'acteur, l'équipe est la principale source de valeur et elle a besoin d'être soutenue à travers une collaboration pertinente. Le BA est plus présent aux cotés des entrepreneurs (Politis et Landström, 2002). Il détient une faible proportion du capital en contrepartie de sa participation financière. Cette stratégie, privilégiée par les BA, vise à faciliter la proximité avec les entrepreneurs afin de réduire l'asymétrie de connaissance dans la firme entrepreneuriale. Aux USA, l'utilisation des actions préférentielles convertibles est fréquente dans les *deals* des investisseurs en capital-risque puisqu'elles permettent d'augmenter leurs parts au capital au détriment de l'entrepreneur afin de limiter les pertes en cas de mauvais développement des projets investis (Morrisette, 2007). C'est une façon de réduire l'exposition au risque et le problème de hasard moral quelle que soit la nature de l'investisseur en capital. D'autres types de clauses contractuelles utilisées sont : les clauses anti-dilution du capital, les clauses de non concurrence des entrepreneurs et les clauses d'engagement des acteurs clés du projet (Berger et Udell, 1998). Les VC utilisent aussi largement des rémunérations sous forme de *stock-options* pour les membres clés de la firme (Gompers et Lerner, 2001). Les différentes clauses sont précisées dans le pacte d'actionnaires. Les moyens de contrôle les plus fréquemment utilisés par les BA sont : le droit de vote sur les décisions importantes d'investissement/désinvestissement, le droit d'approuver les décisions stratégiques, la restriction du droit d'émission d'action des managers et la clause de non compétition (Kelly et Hay, 2003). Il est plus largement accepté que les VC formels mettent plus d'énergie dans la négociation des différentes clauses que les investisseurs informels.

Le co-investissement est un comportement d'investissement répandu dans l'industrie du capital risque (Tashiro, 1999). Il consiste à engager sur un même projet deux ou plusieurs investisseurs juridiquement indépendants (Cumming et Johan, 2008; Lerner, 1994). L'implication conjointe peut se faire sur une même phase du développement de la firme ou à

⁸ C'est le risque pour des actionnaires de voir le *manager* poursuivre des objectifs différents des leurs.

l'intérieur d'une stratégie de financement par étapes. Elle permet de mutualiser l'accompagnement financier mais aussi de partager le risque, d'améliorer l'évaluation et l'accompagnement des projets à travers plus de *monitoring* et de conseils (Wong et al., 2009; Mason et Harrison, 2008). D'autres sources de motivation à la syndication sont l'accès à un *deal flow* de qualité et le besoin de diversification des portefeuilles d'investies (Manigart et al., 2006). L'investisseur *leader* sur une opération de syndication donnée espère un retour de la part de ses *alter ego* dans le futur. La syndication permet aussi le partage d'expérience entre les différents investisseurs (Lahti, 2011).

Les travaux mettent aussi l'accent sur des mécanismes spécifiques d'évaluation de projets avant l'investissement. Ils décrivent un processus d'évaluation scrupuleuse et multi-étapes avant l'engagement financier dans le *early stage* (Gompers et Lerner, 2001; Tyebjee et Bruno, 1984; Paul, Whittam et Wyper, 2007). Les travaux ont porté sur les catégories de facteurs qui guident l'évaluation : facteurs de marché, facteurs liés au management, facteurs financiers, facteurs technologiques etc. (Fried et Hisrich, 1994; Sudek, 2006; Paul, Whittam, et Wyper, 2007; Maxwell, Jeffrey, et Lévesque, 2011)⁹. L'investisseur essaie ainsi de collecter plus d'indicateurs afin de surmonter l'asymétrie d'information et de réduire les risques d'agence (Manigart et al., 1997). Les investigations mettent l'accent sur l'importance de la confiance entre l'investisseur et les entrepreneurs. Les derniers doivent montrer qu'ils sont dignes de confiance et qu'ils fourniront les vraies informations sur l'activité future de la firme porteuse d'innovation (Scarborough et al., 2013; Bammens et Collewaert, 2014; Maxwell et Lévesque, 2014). L'évaluation pré-investissement permet de prédire si l'échange d'informations entre les parties sera efficient : si l'entrepreneur fera preuve de bonne foi et si en retour l'investisseur est disposé à échanger les conseils utiles avec les porteurs de projet. La confiance se mesure dans la qualité de la communication avec des proxys objectifs (Bammens et Collewaert, 2014). Les investisseurs ont largement recours à des sources d'informations qui sont internes à leur réseau personnel pour évaluer le potentiel des projets (Manigart et al., 1997; Harrison, Dibben, et Mason, 1997). Leurs contacts personnels (amis, associés, consultants, avocats etc.) sont d'une part considérés comme des meilleures sources de projets de qualité et d'autre part sont des fournisseurs d'indicateurs couvrant le déficit d'informations qui peut caractériser la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur. C'est ainsi que ce dernier arrive à jauger sa confiance vis-à-vis des porteurs sans avoir besoin d'une collaboration de longue durée (Harrison, Dibben, et Mason, 1997). Plus un entrepreneur est

⁹ L'objectif ici n'est pas encore de détailler les critères de la sélection des projets mais d'évoquer les conséquences analytiques des postulats d'asymétrie d'information et de cout d'agence. Le chapitre 2 va les détailler en se focalisant sur le BA.

perçu comme digne de confiance, plus l'investisseur va croire qu'il partagera les informations pertinentes nécessaires sur la performance de la firme. La confiance facilite la circulation de l'information, réduit les risques de conflit et facilite la coopération au sein et entre les groupes sociaux (Ding, Au, et Chiang, 2015).

La finance entrepreneuriale a redéfini l'objet de l'investissement en reprenant les postulats de la finance standard pour aller au-delà des notions de coût/rentabilité. Elle caractérise cet objet comme incertain à cause des asymétries d'information et des risques d'agence. L'asymétrie de connaissance pose un autre aspect de la firme entrepreneuriale en mettant en évidence l'importance de la cognition des investisseurs pour le développement de l'idée innovante. Post-investissement, le financier utilise divers mécanismes de contrôle afin de minimiser les risques éventuels. Avant d'investir, la gestion de l'incertitude passe par une évaluation scrupuleuse du degré de confiance qui peut être accordée aux entrepreneurs. C'est en fonction de la perception du niveau de confiance que la décision d'allocation des capitaux se fera. Les analyses portant sur cette analyse des projets ont mis en évidence différents facteurs de sélection des idées. L'enjeu de ces différentes démarches de recherche est de surmonter l'asymétrie d'information, la vraie information étant supposée disponible chez des acteurs qui sont dignes de confiance.

Cette seconde perspective de la définition d'une opportunité d'investissement montre une complexité de la perception des BA liées à la nature des firmes porteuses d'innovation. La vraie interrogation du financement de la firme entrepreneuriale est relative à la manière dont l'investisseur réagit face à l'incertitude avant d'investir. L'information fiable n'est pas encore disponible et il faut décider d'un investissement. Le projet entrepreneurial n'a pas de référent sur le marché actuel. Il est plus difficile de faire des prévisions sur le futur de la firme entrepreneuriale, ce qui rend désuètes toutes les approches traditionnelles d'évaluation de projets (De Buysere et al., 2012). L'incertitude ne peut pas se limiter à une distribution inéquitable d'informations. Il faut investir, expérimenter afin de produire de l'information sur la qualité de l'idée d'innovation. Investir étant d'abord une décision stratégique, la cognition humaine peut jouer un rôle plus actif dans cet investissement. Evaluer un projet en l'absence d'information demande de s'interroger sur le rôle de la cognition de l'investisseur dans ce jugement (Bessière, 2015). Il faut cerner la manière dont il affronte l'incertitude. Les postulats de la finance standard ne considèrent pas suffisamment à notre connaissance l'aptitude cognitive de l'investisseur. La prise en compte de la psychologie de l'investisseur est nécessaire. Pour étudier son rôle, nous choisissons de nous focaliser sur le BA pour deux

raisons. D'une part, il est le pourvoyeur de capitaux le plus important pour la firme entrepreneuriale en 2015¹⁰. D'autre part, il offre la possibilité de mieux se focaliser sur la stratégie cognitive en situation d'évaluation des projets innovants. Le BA considéré est celui qui prend seul sa décision d'investissement tout en étant membre d'un réseau. Il est donc plus susceptible de déployer un mécanisme psychologique personnel. Il est le premier acteur capable d'identifier les investissements à plus fort potentiel en *early stage* (Bonnet, Wirtz, et Haon, 2013). Par ailleurs, sa compétence à identifier les bonnes opportunités explique l'émergence des modèles de *crowdfunding* adossés à des clubs de BA. En apportant du capital et de l'accompagnement qualitatif de proximité, les BA représentent une option pertinente pour la couverture de *gap* financier. Leur importance est indéniable dans l'accompagnement des firmes entrepreneuriales (Mason et Harrison, 2008; Mitteness et al., 2012). Dans la section suivante, la nature de l'incertitude qui caractérise la firme entrepreneuriale est redéfinie afin de la lier aux aptitudes psycho cognitives de l'individu investisseur (BA).

Section 3 : l'opportunité d'investissement : l'incertitude perçue par les apporteurs de capitaux en early stage

Le projet porté par une firme entrepreneuriale est une innovation introduisant une rupture sur le marché et entachée par une forte incertitude non évaluable objectivement. L'investisseur, pour y déceler une opportunité, doit être capable d'inférer un futur sans être rebuté par l'incertitude. L'investissement dans la firme entrepreneuriale est caractérisé par une unicité mais aussi une précocité de l'intervention du financeur. Nous approfondissons encore une fois la caractérisation de la firme entrepreneuriale afin de cerner pourquoi et de quelle manière la psychologie de l'individu peut intervenir dans l'identification des opportunités d'investissement. Nous recourons dans un premier temps à la littérature sur le management de l'innovation afin de définir la vraie nature du projet porté par la firme entrepreneuriale (3.1). Elle nous permet de légitimer l'absence de référents susceptibles de servir dans le calcul du risque comme le postule la théorie financière moderne. Ensuite nous développons les postulats de l'incertitude subjective qui décrivent la nécessité de prendre en compte la cognition humaine afin de procéder à une évaluation plus pertinente (3.2). En *early stage*, l'information n'existe pas. Ce qui force l'investisseur à développer ou à créer les paramètres pertinents pour son propre jugement sur la firme. Nous introduisons ainsi le fait

¹⁰ <http://www.eban.org/eban-2015-statistics-compendium-angel-investment-grows-to-e61-billion>

que l'individu investisseur doit plus que jamais être remis au centre de la conceptualisation d'une opportunité d'investissement lorsqu'il s'agit d'une firme entrepreneuriale. Il nous reviendra alors d'aller explorer la littérature sur le comportement d'investissement des BA afin de mettre en exergue les réelles limites qu'elle présente et les apports que nous comptons y faire.

3.1. L'innovation et la firme entrepreneuriale

La firme entrepreneuriale doit avoir une stratégie d'innovation avec des objectifs de croissance et de profitabilité à long terme (Carland et al., 1984; Matthews et Scott, 1995). Cette notion d'innovation est utilisée dans différents contextes et semble désigner des réalités diverses avec des terminologies renvoyant à divers niveaux de nouveauté introduite (Asselineau, 2010). Elle est associée à une remise en cause de l'existant, mais la nature ou le degré de cette dernière reste à définir pour la firme entrepreneuriale.

3.1.1. L'innovation et le marché

La première définition revient à Schumpeter (1934) qui caractérise l'innovation comme l'essence même du développement économique. Selon lui, elle est synonyme de « destructions créatrices », c'est-à-dire qu'il s'agit d'un processus dynamique indispensable au monde dont l'objectif est de remplacer les technologies existantes par de nouvelles. L'OCDE (2005) définit l'innovation comme « la mise en œuvre d'un produit ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, dans l'organisation du lieu de travail ou dans ses relations extérieures ». Elle peut alors revêtir plusieurs formes, pourvu qu'elle endosse le caractère nouveau pour les acteurs sur un marché donné (Damanpour, 1987; Wu et Hsieh, 2011). Sandberg (2002) prolonge cette définition en évoquant l'innovation comme « une chose » apparaissant pour une première fois et qui connaît un succès commercial. L'idée d'un succès commercial est reprise par Shavinina et Seeratan (2003) qui évoquent le concept de l'innovation comme la somme des phases de genèse, d'acceptation et d'implémentation d'une nouvelle idée, du nouveau processus, du nouveau produit ou du nouveau service. L'innovation est alors cette invention qui se solde par l'introduction ou l'implémentation économique sur un marché ou à une première utilisation d'une façon de faire dans le cadre d'une innovation de procédé (Subrahmanya, 2005; Utterback, 1971). L'innovation est indissociable de sa diffusion ou de son adoption par le marché. Pour Lehmann-ortega et Moingeon (2010), l'innovation se traduit par l'introduction

d'un nouveau modèle économique qui va coexister ou remplacer un ancien et impacter le marché. L'idée peut être la plus étincelante du siècle, si elle n'est pas acceptée par le marché comme une réelle réponse à un besoin, alors nous ne devrions pas parler d'innovation. Elle restera une invention comme des milliers d'autres tant que son potentiel lucratif ne sera pas démontré (Chabaud et Ngijol, 2010). Les investissements en lien avec l'innovation doivent couvrir non seulement la R&D (la technique) mais aussi les dépenses assurant le succès commercial (le modèle économique).

3.1.2. Innovation technologique et innovation administrative

Pour faire la distinction entre le caractère technologique et non-technologique d'une innovation, il faut considérer la firme comme un tout composé de deux sous-systèmes : le système social qui regroupe l'ensemble des membres de l'organisation et des relations entre ces membres ; le système opérationnel qui représente l'ensemble des équipements et des méthodes opérationnelles utilisées pour transformer les matières premières en produits finis ou services (Damanpour, 1989; Emery et Trist, 2008). Les nouvelles idées relatives au système administratif et qui font l'objet d'implémentation sont considérées comme des innovations administratives. Les idées qui sont relatives au système opérationnel sont qualifiées d'innovations technologiques. Pour Jaskyte (2011), les innovations technologiques sont relatives à l'activité principale de la firme et orientées directement par le marché ou la clientèle. Elle a alors pour objectif de satisfaire un besoin latent sur le marché ou un besoin déjà satisfait mais d'une meilleure façon. Elle doit influencer le lien entre l'entreprise et sa clientèle. L'innovation dite technologique doit avoir un impact direct sur les produits et/ou les services de la firme (Daft, 1987). Son produit peut être physique ou non. Par exemple, l'amélioration apportée à ses services par un cabinet en *management* ou un groupe hôtelier, même sans l'emploi d'une nouvelle technologie ou en l'absence d'une nature physique de leur prestation, est qualifiée d'innovation technologique. Une innovation technologique va naître de l'intérieur d'une firme pour s'imposer à l'extérieur (Gary, 1993). Par ailleurs, l'OCDE (2005) estime clairement que les mises à jour courantes ou saisonnières ne constituent pas des innovations. La stratégie d'innovation n'est en réalité présente que lors de la première implémentation de l'idée. Ceci valide notre définition de la firme entrepreneuriale se limitant à la phase de démarrage. C'est un statut provisoire lié à la phase où l'entrepreneur essaie de faire adopter son idée par le marché.

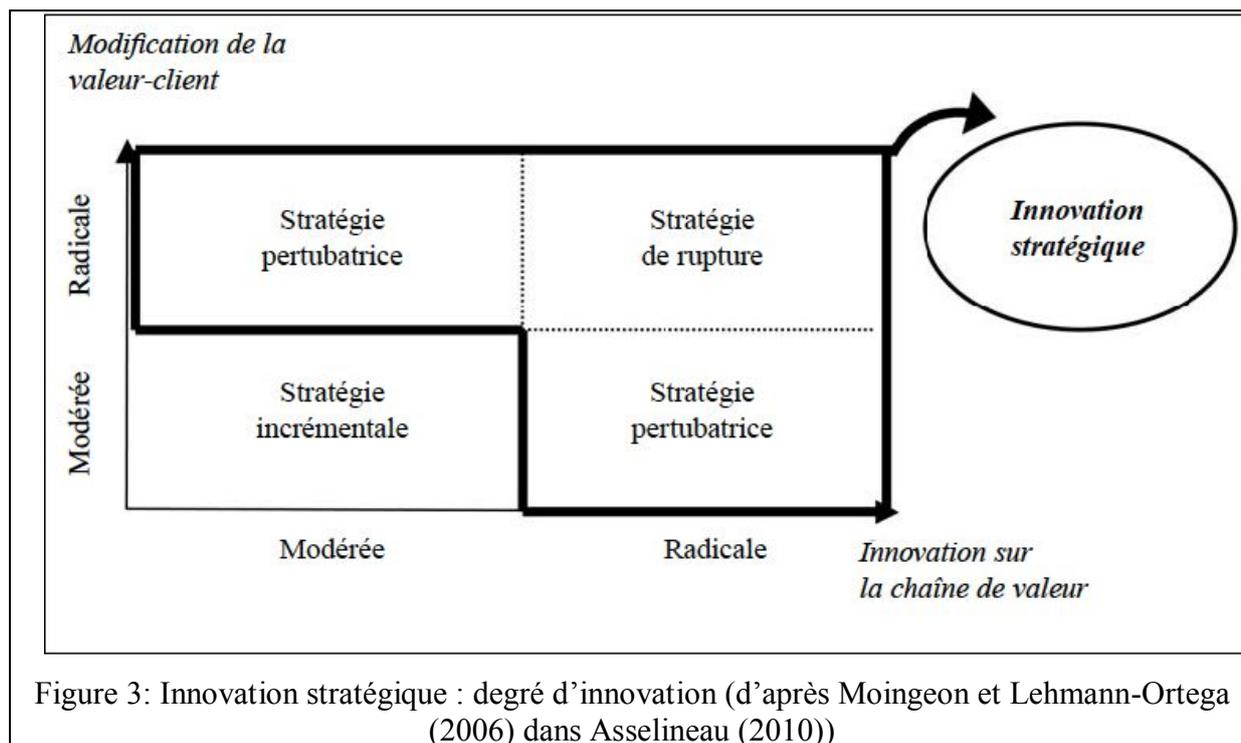
Les innovations administratives sont plutôt internes à l'organisation¹¹. Elle a pour but d'apporter des changements aux structures de fonctionnement quotidien, aux procédures de recrutement, aux schémas d'allocation des ressources, à la structuration des tâches, à l'autorité et aux systèmes de rémunération et d'incitation (Crompton, 1983; Daft, 1987; Gary, 1993; Rura-Polley et Clegg, 1999). La nouveauté administrative, la plupart du temps, émerge à l'extérieur pour s'imposer dans la firme. Avec elle, l'entreprise modifie ses pratiques par rapport à ses composantes afin d'améliorer son efficacité quotidienne.

Une innovation technologique peut s'observer dans le secteur des technologies de l'information, du service ou dans d'autres secteurs industriels. Elle vient de l'intérieur de la firme pour s'imposer sur le marché. L'innovation administrative emprunte plutôt le chemin inverse. Par ailleurs, il faut préciser qu'innovations technologiques et administratives ne sont pas exclusives (Damanpour, 1987). L'investisseur externe en capitaux propres en général ou le BA en particulier, ne va être intéressé que par l'innovation technologique orientée par le marché. Ces acteurs financent la création d'entreprise et donc l'idée sur un plan administratif ne recevra peut-être leur soutien que si elle conduit à l'installation d'un cabinet de *consulting* par exemple. Et dans ce cas, il ne s'agit plus d'innovation administrative mais technologique puisque constituant l'activité à titre principal.

3.1.3. Le degré de nouveauté ou l'innovativeness

Pour qualifier le degré de l'innovation, deux dimensions sont généralement croisées : la capacité technologique (innovation sur la chaîne de valeur) et la capacité du produit (modification de la valeur client) (confer figure 3 ci-dessous) (Asselineau, 2010; Kasmire, Korhonen, et Nikolic, 2012; Veryzer, 1998). La capacité technologique fait référence au degré d'amélioration des fonctionnalités du produit ou à la nature des composantes intégrées dans le produit. La capacité du produit fait référence au bénéfice perçu et vécu par les utilisateurs du produit. Le croisement des deux dimensions permet de définir le degré d'innovation ou l'*innovativeness* d'une idée.

¹¹ "Administrative innovations involve procedures, rules, roles, and structures that are related to the communication and exchanges among employees, and they are more directly related to organizational management rather than directly to work activities". (Jaskyte, 2011)



L'innovation incrémentale est le premier degré de nouveauté. Elle correspond à de faibles améliorations sur les deux dimensions de catégorisation. Elle correspond à des légers changements apportés à un produit/service existant (Cheng et Shiu, 2008; Villon de Benveniste, 2013). Elle permet à la firme mature de protéger son avantage au sein de l'océan rouge (Kim et Mauborgne, 2005) ou marché saturé (Garcia et Calantone, 2002). L'innovation incrémentale permet d'exploiter pleinement la création technologique dans le temps en protégeant la relation établie avec le marché (Varadarajan, 2009). Le parfait opposé de l'innovation incrémentale est l'innovation de rupture ou radicale. Cette dernière entraîne l'avènement d'un nouveau produit/service avec un changement significatif de l'offre (Veryzer, 1998). Elle présente une nouveauté avec la capacité à bouleverser le *statu quo*, à rendre obsolète l'existant entraînant ainsi l'émergence d'une nouvelle industrie, la transformation ou la disparition d'une ancienne (Koberg, Detienne, et Heppard, 2003). Pour Garcia et Calantone (2002), l'innovation radicale bouleverse l'industrie dans sa globalité en impactant significativement la firme porteuse à l'échelle individuelle. Elle entraîne une reconfiguration totale du marché. Les stratégies perturbatrices sur la figure 3 ci-dessus regroupent les cas soit de disruption commerciale soit de disruption technique. Dans le premier cas, il s'agit d'affecter un produit existant légèrement modifié à la satisfaction des besoins existants sur un autre marché ; dans le second cas, il s'agit plutôt d'améliorer

substantiellement une idée existante dans sa chaîne de valeur afin de mieux satisfaire des besoins actuels (Veryzer, 1998).

Il n'existe pas aujourd'hui de limites établies stables et universellement acceptées qui permettent de définir le degré d'innovation. Il n'existe pas de seuil ou d'échelle précise pour la classifier. L'innovation incrémentale étant plus du ressort de la firme mature, nous l'écartons du champ d'intervention des investisseurs en capitaux propres que sont les BA. La philosophie d'investissement de ces derniers ne consiste pas à accompagner des organisations matures. Les BA s'intéressent à la firme entrepreneuriale indépendante et le projet porté par cette dernière ne peut être une innovation incrémentale. L'innovation radicale est plutôt rare (Garcia et Calantone, 2002). Nous ne pensons pas qu'elle représente la cible principale des BA. L'innovation dans la firme entrepreneuriale consiste en : « *l'introduction réussie dans un secteur, d'un modèle économique nouveau, né de la modification de la proposition de valeur pour le client et/ou l'architecture de valeur* » (Lehmann-ortega et Moingeon, 2010: p.62). Qu'il s'agisse d'une disruption commerciale ou technique (Veryzer, 1998), l'aspect implémentation réussie ou adoption par le marché est clé (Chabaud et Ngijol, 2010). Il est donc plus probable de voir les BA s'intéresser à des innovations technologiques perturbatrices. Si le degré de nouveauté reste un questionnement permanent, il est plus admis qu'il est positivement corrélé avec le niveau d'incertitude (Villon de Benveniste, 2013). Plus la nouveauté sera significative, plus l'incertitude sera élevée sur le succès du produit ou de l'idée. L'incertitude est à la fois liée à la nature intrinsèque de l'idée et à la réussite commerciale.

La firme entrepreneuriale doit porter une innovation technologique, c'est-à-dire relative à son système opérationnel. Cette caractéristique n'a aucun lien avec le secteur d'activité. Il est aussi certain que l'innovation incrémentale doit être écartée de sa stratégie. L'innovation perturbatrice est la cible la plus probable du BA. Le réel degré de nouveauté que la firme doit apporter pour intéresser le BA ne peut pas être défini *a priori*, même si la littérature en innovation stratégique nous donne quelques indices. Il doit être mieux caractérisé et c'est ce que nous nous attelons à faire ci-dessous. Nous allons voir la manière dont les projets qui intéressent cet investisseur sont décrits dans la littérature. La nature de l'incertitude qui les entoure est aussi explorée de manière plus approfondie.

3.2. L'investissement en amorçage et le paradigme de l'incertitude subjective

L'investissement des BA est énigmatique et appelle à être questionné parce qu'il porte substantiellement sur une firme entrepreneuriale. Cette dernière, rappelons-le, est en *early stage* et porte une idée d'innovation perturbatrice technologique.

3.2.1. Les caractéristiques de l'investissement des BA en *early stage*

Selon le *financing escalator*, le BA est le premier apporteur de capital externe à la firme entrepreneuriale. Si les délimitations sur la chaîne de financement sont poreuses, l'activité du BA peut être définie selon deux approches : qualitative et quantitative.

Quantitativement, les BA sont des personnes fortunées qui couvrent un besoin de financement se situant entre 50 000 et 700 000 € dans le cadre français (www.franceangels.org). Aux USA, ils interviennent pour couvrir des besoins de financement compris entre 500 000 \$ et 2 000 000 \$ (Denis 2004). Les bornes inférieures de ces intervalles correspondent à l'épuisement de la *love money* (aides fournies par la famille et les amis) et des aides publiques. Les bornes supérieures définissent le seuil minimum en-dessous duquel les fonds de VC formels n'interviennent pas. Relativement au cycle de vie, les investissements des BA se situent dans les deux premières années de vie d'une firme entrepreneuriale (Certhoux et Redis, 2011; Cumming et Johan, 2008). Pour Wong et al (2009), leur apparition correspond en moyenne aux 10,5 premiers mois de la firme entrepreneuriale. La phase de démarrage peut être longue de 24 mois (Brenet, 2005). Les BA co-investissent de plus en plus avec les fonds de VC (Eban.org). Les statistiques en 2013 à l'échelle européenne démontrent une plus grande importance des investissements des BA par rapport aux autres acteurs de l'amorçage : capital risque d'amorçage 2 milliards ; *crowdfunding* 0,08 milliards ; BA 5,5 milliards (figure 4 ci-dessous source : <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-market-overview/>).

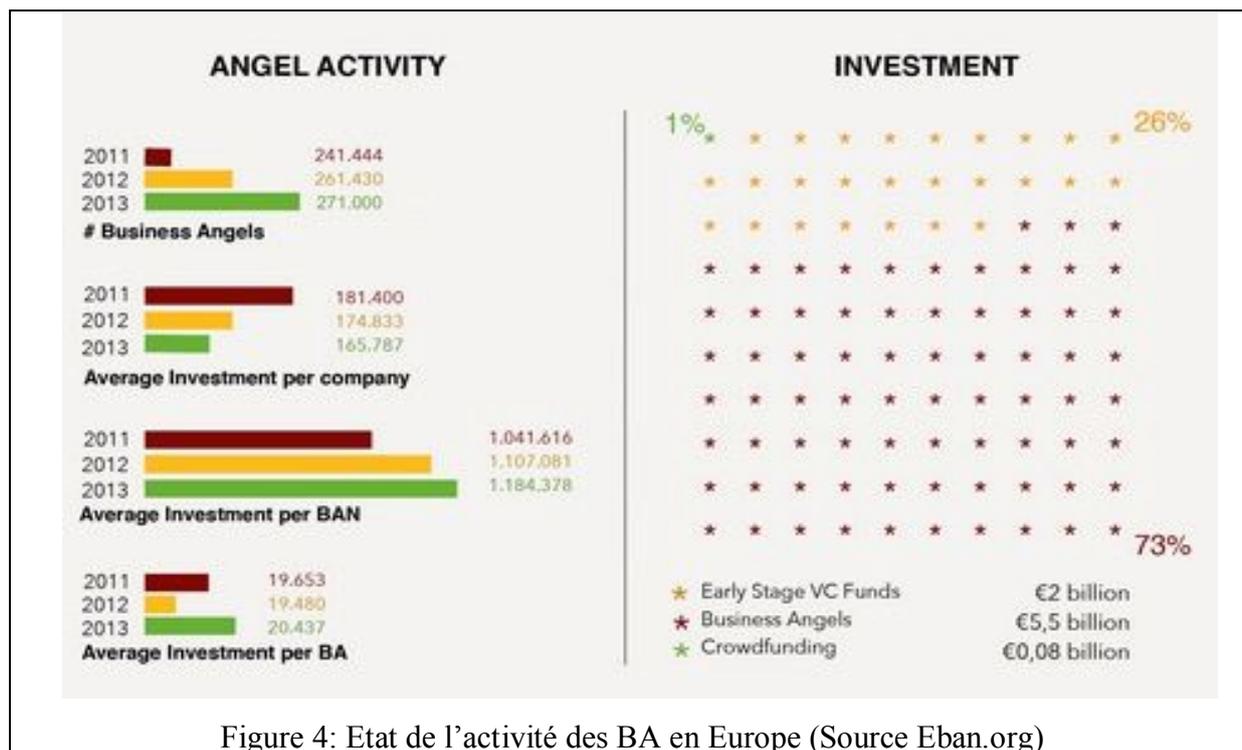


Figure 4: Etat de l'activité des BA en Europe (Source Eban.org)

Qualitativement, l'investissement des BA est défini par rapport à la nature du projet porté par la firme entrepreneuriale qu'il rencontre. Son investissement va se caractériser par la précocité et l'unicité. Les projets qu'ils accompagnent sont indépendants d'eux (Brush, Edelman, et Manolova, 2012). Ils sont le fruit d'un processus antérieur de conception et de réflexion (de diverses natures) à l'issue duquel les porteurs pensent porter une excellente idée à un moment donné. Cependant, rien n'est prouvé. Les BA interviennent à une phase où les projets d'entreprise sont caractérisés par de fortes incertitudes technologiques (*will it even work?*) et commerciales (*will anyone use this?*) (Huang et Pearce, 2015: p.2). Ils interviennent juste à la fin des phases de recherche et de conception bien avant qu'une production à grande échelle ne démarre (Bernstein et al., 2015; Heukamp et al., 2007; Kerr et al., 2014). Il n'existe pas encore d'historiques sur la performance et l'intervention des BA se base sur un récit de « *ce que la firme va faire* » ou « *ce qu'elle va devenir* » (Navis et Glynn, 2011:p.479). La technologie n'est pas encore prouvée, le produit ou service n'est pas encore fini et le marché n'est pas encore vérifié (Parhankangas et Ehrlich, 2014; Smith et Cordina, 2014). Le projet à ce stade n'est qu'un idéal qui se caractérise par des actifs intangibles et une absence de profit (Denis, 2004). La firme entrepreneuriale est encore dans la *valley of death* (Tomczak et Brem, 2013). En *early stage*, la firme innovante doit encore apporter la preuve d'une pénétration effective de l'innovation qu'elle porte sur un ou plusieurs segments de marché et tenter de maîtriser une production à grande échelle (Brenet, 2005). Ceci nécessite du capital que va apporter le BA. Le modèle économique va être mis à l'épreuve. Les bases

de la stratégie du marché en termes de clientèle et de champ d'application vont être posées. La firme doit donc prouver qu'elle a un potentiel de croissance rapide à cause de la disruption qu'elle apporte. Très certainement, elle aura à modifier plusieurs fois sa stratégie ou son positionnement avant de trouver celle qui va assurer sa croissance. Il peut arriver que le concept initialement proposé soit lui-même profondément modulé durant ses premiers mois d'existence. La réussite de la firme entrepreneuriale n'advient presque jamais au premier essai (Bhide, 1992). Elle va suivre des voies non-anticipées. Cette capacité à aller chercher le bon *fit* produit/marché représente la flexibilité qui caractérise la firme entrepreneuriale (Pettit et Singer, 1985). En *early stage*, il n'existe pas encore d'équipe compétente entièrement constituer pour conduire la firme entrepreneuriale vers ses objectifs (Wirtz, 2011). Le besoin de passer cette étape critique justifie la condition d'implémentation réussie qui caractérise un projet d'innovation (Sandberg, 2002). Ces différents éléments ci-dessus attribuent le caractère précoce à l'investissement du BA.

Non seulement leurs investissements interviennent très tôt dans la vie de la firme entrepreneuriale (Burke et al., 2014) mais aussi les projets qui reçoivent leurs participations se caractérisent par une certaine disruption ou radicalité (Dubocage, 2006). La disruption suppose que le processus de création de la firme consiste à proposer des nouveaux services et produits susceptibles de remettre en cause profondément les comportements sur le marché (Bertheau et Garel, 2015). Pour Bhide (1992), les investisseurs individuels en *early stage* s'intéressent à des projets qui vont changer la perception du monde sur le marché tout en garantissant au client que le *switching cost* sera plus faible que l'avantage de l'utilisation. La firme entrepreneuriale propose une nouvelle combinaison de ressources pour répondre à un besoin ignoré ou mal satisfait par les autres acteurs sur le marché. Elle défend un projet caractérisé par la nouveauté, la distinction, la non conformité et dont le futur est imprévisible (Bertheau et Garel, 2015). L'entrepreneur innovant qui attire l'attention du BA est celui qui crée une nouveauté destinée à changer ou faire muter les valeurs (Gruber, Kim, et Brinckmann, 2015; Hill et Levenhagen, 1995).

La réflexion *ex ante* de l'entrepreneur doit provoquer une modification significative de la valeur-client (Asselineau, 2010) tout en assurant un *switching cost* gérable. La firme entrepreneuriale a juste besoin d'un bon produit positionné pour bousculer l'inertie des consommateurs sur le marché (Bhide, 1992). Cet auteur rajoute que ce positionnement doit et peut être fait à moindre coût à ce stade auquel cas l'accès au financement sera complexe. Ce qui implique que l'innovation ici ne doit pas chercher à créer un nouveau besoin ou marché. C'est la preuve que la stratégie d'innovation radicale comme décrite par Asselineau (2010)

n'est pas dominante dans les projets considérés par les BA. Ce sont essentiellement des stratégies perturbatrices qui doivent néanmoins créer un avantage compétitif substantiel sur ses substituts. Nos propos ne veulent aucunement dire que les BA vont rejeter l'innovation radicale, mais seulement qu'ils ne vont pas la rechercher de façon *sine qua non* dans leur démarche d'investissement.

3.2.2. *L'incertitude et la firme entrepreneuriale*

Les arguments d'unicité et de précocité font de l'investissement en *early stage*, un objet incertain et inestimable objectivement (Cornelissen et Clarke, 2010; Huang et Pearce, 2015; Maxwell et Lévesque, 2014; Navis et Glynn, 2011). En effet, l'issue de l'investissement fait par le BA ne peut pas être connue au préalable. La connexion entre les intuitions initiales des entrepreneurs et le succès de la firme est complexe à établir à cause de la multitude de facteurs d'exécution et de facteurs externes (Dimov, 2007). C'est un réel pari sur l'avenir. Il n'existe pas de produit référent sur le marché pour servir de comparaison et de prévision (Bessière et Stéphany, 2015a). En *early stage*, l'information autour de la firme entrepreneuriale est incomplète (Hill et Levenhagen, 1995). Il n'existe pas ou très peu d'informations objectives et validées empiriquement. D'ailleurs, celles qui existent ne représentent que les projections d'une équipe entrepreneuriale très optimiste (Wallnöfer et Hacklin, 2013). Leurs significations sont ambiguës et peu pertinentes (Bonnet, Wirtz, et Haon, 2013). Les parties prenantes à l'idée ne peuvent pas prédire précisément l'effet futur de la firme sur son environnement. Il n'existe pas non plus de certitude sur les capacités de l'équipe entrepreneuriale à manager et à répondre aux changements dans son contexte (Wirtz, 2011). Le jugement *ex ante* sur l'éventuel succès commercial de la firme est peu pertinent. La faisabilité et le potentiel perçus ne sont que le produit de croyances individuelles (Dimov, 2007). Ainsi, le succès de la firme est un objet incertain (Hill et Levenhagen, 1995; McMullen et Shepherd, 2006)¹².

L'incertitude renferme des réalités diverses et multiples. Elle est surtout indissociable de la personne qui doit décider malgré elle. Il fait migrer une décision dans le champ de la subjectivité (Stigliani et Ravasi, 2012). L'incertitude est cet état de la nature où l'on ne peut prédire la fréquence d'apparition des événements de manière objective. Elle stipule que le postulat de base du calcul des probabilités est inapplicable. Ce postulat prétend la

¹² « *Early stage firms are those firms with product in testing and/or pilot production, and may or may not be generating revenue, and usually have been in business less than 30 months. The earlier the stage of entrepreneurial firm development, the greater the probability of entrepreneurial firm failure and bankruptcy, and the greater the illiquidity (time to realisation through an exit, such as an initial public offering (IPO) or acquisition) of the investment.* » (Cumming et Yohan, 2009).

classification en sous-groupes homogènes des événements où la connaissance ne porte que sur les attributs communs au sous-groupe et non chacun de ses constituants. L'incertitude s'applique à toutes les actions humaines (Foss et Klein, 2012)¹³ et plus particulièrement aux décisions d'affaires. Foss et Klein (2012) décrivent la situation d'incertitude en la comparant au risque et en reprenant la classification de Knight (1921). L'incertitude est liée au calcul de probabilité. En effet selon Knight, il existe trois types de probabilité en matière de décision : la probabilité *a priori*, la probabilité statistique et la probabilité estimée. Dans le premier cas, la probabilité est obtenue sur une base déductive avec une présomption d'équiprobabilité des événements. Il n'existe aucune base empirique pour l'inférence de la fréquence d'apparition des événements. Dans le second cas, la probabilité est statistiquement calculée sur la base d'un historique des données collectées. Les observations empiriques permettent des classements dans des sous-catégories et la fréquence d'apparition de chacune d'elles est évaluée. Ces deux types de probabilité correspondent à la situation de risque. Selon Hoppe (2007), qui cite les travaux de Mises (1966), les événements sont classés comme étant des composants uniques d'une classe homogène dont les caractéristiques sont connues. La capacité de l'individu à connaître va donc se limiter aux attributs des classes. La probabilité ne peut donc être calculée que si un événement se répète et peut être comparé à d'autres à l'intérieur d'une classe donnée (*homo oeconomicus*). La probabilité est dite de classe. Elle est toujours basée sur un ensemble d'éléments identiques et ne peut être dissociée des observations empiriques. Les probabilités de classe sont qualifiées d'objectives parce qu'elles peuvent être obtenues de la même manière par tout acteur *lambda* qui maîtrise la démarche de calcul. L'approche est universelle.

Pour la probabilité estimée, il n'existe aucune base valide et objective pour classer les options. L'incertitude naît alors de cette impossibilité de classification des événements. L'individu essaie de faire un jugement de probabilité tout en sachant que l'ordre qu'il applique à l'univers n'a aucune base empirique (Foss et Klein, 2012). Selon Hoppe (2007), sous la vraie incertitude, la probabilité est une estimation ou un jugement intuitif différent des probabilités calculées ou empirique ou *a priori*. Ici, le cas sous observation est unique et on ne peut pas calculer des probabilités objectives. Mises (1966) cité par Hoppe (2007) parle de probabilité de cas par opposition aux probabilités de classe et pour désigner l'impossible rapprochement objectif entre la situation unique et une classe d'événements existante. En incertitude, l'acteur essaie une classification du cas unique dans le but de satisfaire ses

¹³ Chapter 4: What is judgment ?

besoins de contrôle et de prévisibilité de l'avenir mais il le fait sans aucune base objective (Wiltbank et al., 2009). Le fait incertain ne peut être perçu ontologiquement. Pour Inbar, Cone et Gilovich (2010), l'incertitude se caractérise par trois paramètres : la complexité ou le nombre d'aspects nécessaires à la prise de décision ; le caractère séquentiel ou holistique de la tâche ; le degré d'objectivité dans l'évaluation de la décision, c'est-à-dire est-ce qu'il existe des critères et des règles objectives universellement reconnus pour savoir si le choix est bon ou pas. Ces trois paramètres ne sont pas indépendants. Le contexte de décision incertaine est celui qui est mal structuré, c'est-à-dire que le décideur ne maîtrise pas soit l'état initial, soit l'état final, soit le moyen de passage d'un état à l'autre (Pezzuti et al., 2014). Pour Sadler-Smith et Sparrow (2007), l'environnement est incertain lorsqu'il n'y a pas de consensus sur les objectifs, les relations de cause à effet et que les acteurs ne vont pas maîtriser les contraintes sous lesquelles l'action va se dérouler. Dans ce cas, il est impossible de prétendre à une rationalité au sens classique du terme (rationalité substantive) dans le processus de choix. Des probabilités objectives ne peuvent donc être évaluées. En incertitude, l'information requise pour une décision n'existe pas (Chabaud et Ngijol, 2006). Les prévisions faites en incertitude intègrent une probabilité subjective dépendante de la quantité d'informations dont dispose un acteur sur un événement donné (Langlois, 1982).

La probabilité réelle de réussite d'une firme entrepreneuriale, celle qui intéresse le BA, ne peut être connue par les acteurs économiques que nous sommes en *early stage*. Son innovation doit perturber le marché existant. L'idée qui n'est pas encore mise en œuvre a une valeur certes, mais elle reste une « illusion ». Sans prototype effectivement endossé par le marché, aucun rattachement à un existant ne peut se faire et aucune prévision n'est possible. Les promesses de quelques prospects ne peuvent justifier une tendance du marché afin de catégoriser l'idée d'innovation. Avec un projet d'innovation technologique porté par une firme entrepreneuriale, il est impossible de connaître toutes les contraintes qui entourent son évolution. Les variables clés ne peuvent être identifiées et reliées objectivement. Il existe trop d'inconnues dans cette équation vers l'adoption de l'idée par le marché et donc la réussite de la firme. L'information nécessaire pour évaluer l'incertitude ne peut être collectée en *early stage* (Alvarez et Barney, 2007). Le calcul des probabilités de succès ne dépend ni du temps nécessaire ni de la capacité de collecte et d'analyse des individus. L'information requise n'est tout simplement pas encore créée (précocité) et l'unicité de l'idée entrepreneuriale discrédite toute idée de classification dans une catégorie connue. La valeur de l'innovation portée par la firme entrepreneuriale est en devenir (Bertheau et Garel, 2015). Elle ne possède pas de référence sur le marché et il n'existe pas de relations de cause à effet explicitant son potentiel

de réussite (Cornelissen et Clarke, 2010). A cette étape, on est encore face à ce que les anglo-saxons appellent « *unknown unknowns* » (Huang et Pearce, 2015; Wallnöfer et Hacklin, 2013). Nous en déduisons que l'idée entrepreneuriale en amorçage se loge dans un contexte d'incertitude *knightienne* non seulement par sa nature mais aussi par l'absence d'informations pertinentes sur sa qualité à cette étape. Le BA, pour investir dans la firme entrepreneuriale, intervient sous les contraintes posées par l'incertitude.

3.2.3. *L'opportunité d'investissement comme un objet subjectif de la décision*

L'incertitude, comme elle est décrite dans les paragraphes ci-dessus, induit le doute sur les croyances et repousse ou bloque la propension à l'action (Lipshitz et Strauss, 1997; McMullen et Shepherd, 2006). Elle crée de la paralysie intellectuelle chez les acteurs. L'incertitude est synonyme d'ignorance et de difficultés de prise de décision. L'incertitude *knightienne* met à l'œuvre les capacités cognitives de l'investisseur. Elle implique une incapacité à connaître le futur (Huang, 2012; Inbar et al., 2010; McMullen et Shepherd, 2006). Elle stipule l'absence de l'information ou un *gap* entre l'information requise et l'information possédée par un individu (Huang, 2012) ou une abondance d'informations contradictoires (Lipshitz et Strauss, 1997). Selon McMullen et Shepherd (2006), elle représente une impossibilité à choisir objectivement et facilement entre des options alternatives. Milliken (1987) insiste sur le lien avec la décision en définissant l'incertitude comme la perception d'une incapacité à prédire une chose. Il existe trois types d'incertitude perçue par le décideur selon Milliken (1987) :

- l'incertitude d'état qui représente la perception par le décideur d'un environnement comme imprédictible, c'est-à-dire qu'il a une mauvaise compréhension de comment cet environnement change et de comment ses différentes composantes sont reliées;
- l'incertitude d'impact qui représente l'incapacité du décideur à prédire l'influence que peut avoir un état futur de l'environnement sur son entreprise, c'est-à-dire la nature, l'intensité et le moment de cet impact ;
- l'incertitude de réponse qui représente l'absence de connaissances sur les différentes alternatives et/ou l'incapacité à prédire les conséquences d'une option donnée ; elle suppose que la différenciation entre les solutions concurrentes pour faire un choix en toute confiance, est impossible (Alvarez et Barney, 2007; Lipshitz et Strauss, 1997).

L'action, malgré cette contrainte de l'incertitude, peut être bien rétribuée (McMullen et Shepherd, 2006). Pour lever cette incapacité engendrée par l'incertitude, les organisations cherchent à intérioriser la source ou à initier des collaborations de long terme avec elle

(Lipshitz et Strauss, 1997). Elles développent un processus systématique de planification stratégique qui consiste à obtenir l'engagement des parties prenantes à l'activité de l'entreprise (Matthew et Scott, 1995). A une échelle individuelle, l'action ou la décision sous incertitude prend en compte deux éléments interdépendants : l'intensité de l'incertitude perçue et la propension ou la motivation à affronter l'incertitude (McMullen et Shepherd, 2006). Cette motivation s'explique par le fait que l'individu peut développer le comportement adéquat pour essayer de surmonter l'ignorance et la paralysie induite par l'incertitude.

Une première stratégie généralement utilisée par l'individu consiste à tenter de réduire l'incertitude en collectant le maximum d'informations disponibles (Huang, 2012). Le décideur va ainsi repousser la décision jusqu'à ce que la quantité d'informations collectées lui permette de faire des choix précis. Par exemple, grâce à une *due diligence* approfondie et étendue, l'investisseur collecte des informations sur la viabilité de l'affaire afin de calculer sa valeur réelle. Cette stratégie est inefficace lorsque l'information n'existe pas encore tout simplement ou que celles existantes sont contradictoires sans aucune base valide. Dans certains cas, la collecte de l'information est impossible indépendamment de l'aptitude du décideur à le faire (Alvarez et Barney, 2007). Une seconde stratégie consiste à développer un algorithme complexe susceptible de quantifier l'incertitude (Lipshitz et Strauss, 1997). Cette seconde approche est plus commune aux praticiens qui conçoivent l'incertitude comme un risque. Cette approche nécessite la constitution de base de données partageant les mêmes caractéristiques que l'événement à évaluer. La nature perturbatrice de l'innovation remet en cause la validité d'une telle démarche. Enfin, la dernière stratégie advient lorsque l'acteur avec ses propres croyances, va considérer subjectivement qu'il n'existe pas ou peu d'incertitude dans une situation où d'autres décideurs semblent totalement paralysés et incompetents (Lipshitz et Strauss, 1997). Les connaissances, les croyances et les compétences de l'individu guident sa perception subjective. Elles orientent la manière dont il perçoit le monde, l'interprétation qu'il en fait et les actions qu'il entreprend. La stratégie cognitive qu'il déploie dans un contexte incertain peut le différencier d'autres acteurs de son environnement. La perception ou l'activité cognitive de l'individu va déterminer son action (McMullen et Shepherd, 2006).

La stratégie de décision subjective est celle que nous semble la plus adaptée face à l'incertitude autour de la firme entrepreneuriale. Elle défend l'importance d'une compétence d'évaluation qui guide la perception individuelle. La croyance en sa propre capacité de décision malgré l'incertitude et les représentations de l'individu orientent la stratégie et l'action (Chabaud et Messeghem, 2010). Si l'incertitude complexifie la prise de décision et

que l'aptitude de certaines personnes à affronter cette incertitude dépend de leurs propres croyances et de leurs compétences, alors nous pouvons déduire que l'incertitude est indissociable de la subjectivité décisionnelle. L'identification des opportunités d'investissement, en lien avec une firme entrepreneuriale, qui advient dans un contexte d'incertitude est subjective. L'évaluation du potentiel créatif d'une nouvelle idée dépend de l'investisseur à cause de l'absence de preuves pertinentes sur la nouveauté (Elsbach et Kramer, 2003). L'incertitude est dite subjective parce que sa perception et sa gestion dépendent de la cognition de l'individu.

L'incertitude subjective oblige l'acteur à utiliser non seulement des catégories d'*inputs* décisionnels particulières mais aussi à adopter une démarche spécifique de traitement de l'information. Elle contraint le style de raisonnement de l'individu ou stratégie cognitive. Pour Stigliani et Ravasi (2012), une logique de création de sens s'impose en incertitude à travers un style de raisonnement particulier qui consiste à manipuler des objets et informations externes afin de produire des artefacts ou concepts nouveaux susceptibles d'orienter l'action. En incertitude, l'acteur se lance dans un processus de création de sens parce que dans l'absolu, il n'existe pas d'interprétation plausible et l'effet des actions sur le futur est inconnu (Sonenshein, 2007)¹⁴. L'acteur essaie ainsi de circonscrire le contexte flou qu'il expérimente et se focalise sur une seule possibilité qui oriente son action (Weick et al., 2005). Selon Bonnet et al. (2013), le cadre de l'agence n'explique plus la décision dans un contexte très incertain comme celle des firmes entrepreneuriales. Ces auteurs avancent que la signification des informations y est très ambiguë et dépend elle-même de l'appareil cognitif à travers lequel l'investisseur l'évalue. Une capacité cognitive ne se limite pas au stock de connaissances idiosyncrasiques possédées (Chabaud et Messeghem, 2010) mais aussi prend en compte l'utilisation effective de ce savoir. La faculté à « affronter » l'incertitude s'explique par la manière dont l'acteur organise la sélection et le traitement de l'information (Dane et Pratt, 2009; Maitlis, 2005) afin de faire migrer l'inconnu vers le connu (Huang et Pearce, 2015). Plus l'incertitude augmente, plus les individus ont besoin de construire une interprétation particulière des stimuli sociaux en allant au-delà des faits (Sonenshein, 2007). La perception de l'opportunité ne se résume pas à avoir accès à l'information objective mais à interpréter les bribes d'information dans un contexte ambigu (Bonnet, Wirtz, et Haon, 2013). Selon Bessière (2015), la recherche d'informations, leur traitement, leur structuration et la

¹⁴ On passe d'une rhétorique de sélection ou de choix (qui existe généralement dans la littérature sur la prise de décision) à celle de création de sens.

manière dont se forme le jugement constituent une étape essentielle dans l'évaluation des projets et de leur risque.

Ce n'est pas seulement le degré de nouveauté mais surtout le fait que l'investisseur intervient à un moment où il n'existe pas encore d'informations pertinentes qui rend spécifique son comportement. Le BA doit évaluer sans indicateurs pertinents une idée qui est censée bouleverser la perception des prospects au risque de ne pas exister. L'objet de l'investissement est donc par nature incertain. La nature du jugement du BA est un moyen d'affronter cette incertitude autour de la firme entrepreneuriale. Cette dernière existe indépendamment du BA mais la faculté à y voir une opportunité d'investissement est une compétence d'évaluation propre à cet investisseur.

Nous concevons ainsi l'opportunité d'investissement en lien avec la firme entrepreneuriale comme existante à travers la perception subjective d'un individu. Elle n'est pas simplement une comparaison entre une rentabilité prévue et des coûts d'investissement supportés. Elle n'est pas non plus réductible à une asymétrie d'information et à des risques d'agence. L'information fiable n'existe pas en amorçage. En retenant la troisième stratégie de comportement décisionnel en incertitude, nous pouvons affirmer que l'opportunité d'investissement en lien avec la firme entrepreneuriale est indissociable d'une compétence d'évaluation propre au BA. C'est donc l'analyse de cette compétence de perception ou des états mentaux qui peut nous aider à comprendre « comment » et « pourquoi » certains acteurs arrivent à décider d'un investissement dans un contexte d'incertitude. Mieux la cerner peut nous aider à contribuer à une meilleure couverture du *gap* financier.

Section 4 : Conclusion du chapitre

Le concept d'opportunité d'investissement en lien avec une firme entrepreneuriale est passé progressivement d'une logique de coût/rentabilité à une approche psycho-cognitive individuelle. Elle montre une évolution de la recherche sur le financement de l'innovation d'une perspective économique (macro) à une perspective de management avec une focalisation sur les capacités de décision de l'individu. Ces évolutions sont elles-mêmes cohérentes avec la caractérisation de l'incertitude autour de la firme entrepreneuriale. Cette incertitude est subjective. Aujourd'hui, en la définissant comme l'absence simplement de l'information pertinente, il apparaît plus que nécessaire de prendre en considération la manière dont l'investisseur (le BA dans notre cas) sélectionne et traite l'information avant

d'investir. L'opportunité d'investissement devient un concept qui inclut la capacité psychocognitive du financeur en fonction de l'étape de développement de la firme objet de son intérêt sans pour autant exclure les aspects coûts et rentabilités. Ces derniers sont des estimations subjectives. Ci-dessous, le tableau 2 retraçant l'évolution du concept « opportunité d'investissement » en lien avec le financement de l'innovation.

Tableau 2: Récapitulatif de l'évolution de la conceptualisation d'une opportunité d'investissement dans le cadre du financement de l'innovation (Source auteur)

Opportunité d'investissement en lien avec une firme entrepreneuriale	<u>Perspective macroéconomique :</u>	Identification d'une opportunité d'investissement : <ul style="list-style-type: none"> • Innovation perturbatrice • Absence d'information • Incertitude subjective • Compétence de jugement individuel (structure du raisonnement) • Confrontation entre le risque et potentiel subjectivement perçu
	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Financing escalator</i> • Gap financier • Confrontation rentabilité/coût calculés 	
	<u>Perspective de la finance standard :</u>	
	<ul style="list-style-type: none"> • Cout d'agence • Asymétrie d'information • Asymétrie de connaissance • Réduction de l'incertitude au risque calculé 	
	<u>Perspective de l'incertitude subjective :</u>	
	<ul style="list-style-type: none"> • Besoin en capitaux pas excessif • Idée d'innovation perturbatrice • Intervention précoce • Perception subjective 	

Dans la plupart des travaux en finance entrepreneuriale, l'investisseur tarifie le risque du projet sous analyse avant d'y allouer des fonds. Il a besoin d'un maximum d'informations pour faire son calcul de rentabilité et l'asymétrie d'information dans ce cas complexifie sa prise de décision. Ainsi, parmi les diverses sources de financement décrites en finance entrepreneuriale, très peu d'acteurs s'engagent dans la phase la plus critique de la firme entrepreneuriale, c'est-à-dire l'*early stage*. Au début de cette phase il n'y a pas encore de commercialisation. Pourtant cette phase conditionne substantiellement le développement de la firme. Elle définit la nature de l'innovation. Le BA est un acteur qui choisit volontairement de se spécialiser dans ce segment du marché des capitaux privés nonobstant le niveau de risque élevé, sans certitude que l'invention deviendra une innovation endossée par le marché (Huang et Pearce, 2015).

Le paradigme de l'incertitude perçue subjectivement nous semble plus pertinent en fonction de la spécificité de la firme entrepreneuriale qui reçoit les investissements (Bonnet et al., 2013; Huang et Pearce, 2015; McMullen et Shepherd, 2006; Stigliani et Ravasi, 2012).

Cette firme doit porter une innovation technologique perturbatrice. Ce qui fait d'elle un objet unique. De plus, le BA ne va pas intervenir en asymétrie d'information mais plutôt dans un contexte d'absence d'informations pertinentes. L'information sur la performance commerciale n'existe pas encore. L'asymétrie d'information est présente à cette étape de l'intervention du BA mais elle ne représente pas le problème principal de l'investissement. Elle échoue donc comme paradigme d'explication pertinente du comportement de l'investisseur. L'asymétrie de connaissances de Bonnet et Wirtz (2011) introduit des aspects cognitifs dans la finance entrepreneuriale mais elle se focalise plus sur la relation investisseur-investie post investissement (connaissances des parties prenantes pour le développement de la firme entrepreneuriale). De plus nous pensons qu'une capacité cognitive ne se limite pas au stock de connaissances possédées mais aussi prend en compte l'utilisation effective de ce savoir. L'asymétrie de connaissances est limitée pour nous permettre de comprendre la décision d'investissement des BA dans le financement de l'innovation. Nous avons montré que c'est la perception subjective de l'investisseur qui détermine sa motivation à agir. L'investissement découle plus d'une approche de traitement d'indicateurs propres à l'investisseur. La perception individuelle de l'investisseur est au cœur de l'identification des opportunités d'investissement dans la firme entrepreneuriale.

Nous souhaitons considérer l'opportunité d'investissement du BA qui intervient en *early stage* comme un objet subjectif qui n'existe qu'à travers sa propre cognition, c'est-à-dire sa façon de traiter le peu d'informations parfois ambiguës autour du projet. Il faut analyser sa perception pour comprendre comment cet acteur évalue le potentiel du projet. C'est à travers son processus subjectif de traitement de l'information qu'il va jauger la firme entrepreneuriale dans l'optique d'un investissement financier. Cette nouvelle chance de compréhension offerte par le paradigme de l'incertitude subjective nous pousse à aller réinterroger la littérature sur la sélection des projets en amorçage par les BA. C'est ce à quoi s'attèle le chapitre suivant afin de déceler les limites par rapport à notre caractérisation d'une opportunité d'investissement.

CHAPITRE 2 : LE BUSINESS ANGEL ET L'EVALUATION DES PROJETS D'INNOVATION EN EARLY STAGE

La firme entrepreneuriale se définit comme une nouvelle entité indépendante en phase de démarrage et qui est porteuse d'un projet d'innovation susceptible de remettre en cause le comportement des acteurs sur un marché donné. Elle est très risquée à cause du caractère nouveau de son idée mais aussi de la phase de démarrage qui la caractérise. Ce qui complexifie la décision d'investissement des apporteurs de capitaux. L'identification d'une opportunité d'investissement en lien avec la firme entrepreneuriale se confronte à l'absence totale d'information jugée pertinente. Il ne s'agit pas simplement d'une asymétrie d'information où d'autres acteurs sont susceptibles de fournir l'information « vraie » sur les paramètres du projet. L'information n'existe pas tout simplement et c'est l'investissement qui va permettre de la créer en expérimentant l'idée. Nous avons conclu au chapitre 1 que l'identification des opportunités d'investissement dans un tel contexte nécessite les capacités mentales de l'apporteur de capitaux. Elles lui permettront de traiter subjectivement les indices existants dans le contexte de la jeune firme innovante. Afin de mieux comprendre la stratégie cognitive sous-jacente à l'investissement, nous avons choisi de nous intéresser aux BA. Il s'agit du financeur indépendant le plus important au démarrage des firmes innovantes (Burke et al., 2014; Freear et al., 1994; Mason, 2010). En France, environ 41,2 millions d'euros ont été investis par les BA dans ces firmes en 2015 (Rapport de franceangels.org). Le BA est une catégorie d'investisseur informel qui décide personnellement de son allocation de ressources. Il offre ainsi la possibilité d'observer la stratégie cognitive à l'échelle individuelle.

Ce second chapitre veut dresser l'état de la littérature sur le comportement de sélection des projets par le BA. Il s'agit d'inventorier les mécanismes décrivant le comportement pré-investissement de cet acteur nonobstant l'incertitude des firmes entrepreneuriales. En effet, en considérant leur présence substantielle dans le capital des firmes entrepreneuriales, nous estimons qu'ils possèdent une compétence spécifique qui les différencie des autres financeurs. La domination de la littérature par une logique de sélection basée sur des critères, dont l'évaluation reste une énigme à cause de l'incertitude, laisse beaucoup d'incompréhensions sur cette compétence supposée. Les travaux décrivent les critères importants pour le BA mais nous ignorons la manière dont il procède pour se construire une perception des projets qu'il reçoit. La définition de l'incertitude comme subjective nous permet de réinterroger les approches d'analyse développées et les résultats de la littérature afin de mettre en évidence leurs limites et les pistes d'amélioration. Ci-dessous, nous organisons nos propos en deux

sections. Dans la première nous présentons les caractéristiques et les motivations qui différencient la philosophie d'investissement de ce financeur du démarrage de la firme entrepreneuriale (section 1). Ensuite, nous développons les travaux sur les mécanismes comportementaux qui orientent la décision d'investissement face à l'incertitude (section 2). Il s'agit de décrire l'organisation de la décision en termes de processus mais aussi de revenir sur les travaux relatifs à la sélection des projets que font les BA. Ce chapitre se situe donc dans le prolongement du cadre conceptuel autour de l'opportunité d'investissement en lien avec le financement de l'innovation.

Section 1 : Définition et caractéristiques du BA

Les acteurs individuels qui investissent personnellement pour soutenir des initiatives ne constituent pas un phénomène nouveau. Il désignait déjà les financeurs de productions théâtrales il y a quelques décennies (Wong et al., 2009). Avdeitchikova, Letström, et Mansson (2008) évoquent ce type de pratique dans les cités médiévales européennes. Le BA est un acteur difficile à étudier à cause du caractère privé de ses investissements. Mason et Harrison (2008) citent Wetzel (1983) pour illustrer l'impossibilité à cerner totalement ces investisseurs, comme suit: *"the population of business angels is unknown and probably unknowable' on account of their invisibility, desire for anonymity and the undocumented investing"*. Certains d'entre eux opèrent au sein de réseaux publiquement connus mais ils ne représentent pas la totalité de leur population (Mason et Harrison, 2000). La figure 5 ci-dessous compare la partie visible et la composante invisible des BA en Europe (en milliers de personnes). Elle montre que nous sommes loin de mesurer le phénomène dans sa globalité. Il n'existe pas de doute sur le fait qu'ils représentent la plus grande source de financement des firmes entrepreneuriales (Harrison et al., 2015; Statistiques 2015-Eban.org).

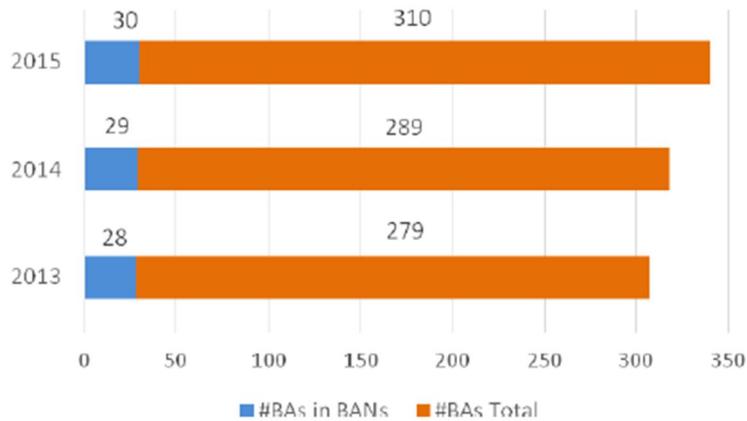


Figure 5: Comparaison des BA associés à des réseaux (BAN) et le total estimé de BA en Europe (Source Statistique 2015 Eban)

Acteur du marché informel du capital risque¹⁵ (Sullivan et Miller, 1996 ; Mason et Harrison, 2008) parce que investissant de façon non professionnel et en dehors des canaux d'intermédiation classique, le *BA* est décrit comme un partenaire financier privé, adepte de faibles participations dans des projets appartenant à autrui et destinés à produire des biens et services. Il alloue ses ressources personnelles dans les firmes privées, du moins dans le cadre de l'activité qui leur vaut le titre de BA (Farrell et al., 2008). Leur accompagnement comporte aussi un volet garanti de prêts auprès d'autres financeurs qui est non négligeable (Aram, 1989). Nous revenons plus en détails ci-dessous sur les différents éléments différenciant le comportement du BA.

1.1. La relation au risque des BA

Le BA a une faible aversion au risque en prenant des participations dans des firmes innovantes en *early stage* (Aram, 1989; Festel et De Cleyn, 2013 ; Politis et Landström, 2002). Il est capable d'affronter l'incertitude et le risque élevé inhérent à cette étape de développement des projets (Szerb et al., 2007). Son engagement est volontaire (Huang et Pearce, 2015). Cette faible aversion au risque différencie le BA du *corporate angel*, ce dernier désignant le dirigeant d'une firme qui repère et investit dans un projet innovant porté par une autre firme et généralement de taille plus modeste (Eban, 2009). Le manager, même s'il a la latitude d'agir seul, n'est pas exposé de la même manière au risque puisqu'il investit des capitaux appartenant à sa société (Farrell et al., 2008). Il agit dans le cadre de la stratégie d'une organisation mature.

¹⁵ Le capital risque étant un des métiers du capital investissement, censé couvrir les besoins de financement dans les phases de démarrage

L'aversion au risque se mesure aussi par l'horizon d'investissement. En moyenne, il est de 7 ans pour un maximum de 10 ans pour les BA alors qu'il n'est que de deux à trois ans pour les fonds de capital risque (Feeney et al., 1999). Mason et al. (2013) décrivent des durées d'investissement de 8 ans au moins en Ecosse pour les BA. Freear et al. (1994) les qualifient d'investisseurs patients pour qui le temps d'immobilisation du capital n'est pas un critère d'investissement.

1.2. Le BA investit personnellement son capital personnel

La faible aversion au risque du BA s'explique aussi par le fait qu'il investit sa fortune personnelle (Rameau, 2007; Reitan et Sorheim, 2000). Il n'est pas pour autant parmi les plus nantis ou le mieux payé sur un territoire (Aram, 1989). Une corrélation directe ne doit donc pas être faite entre une propension à l'investissement en *early stage* et la richesse personnelle des individus. La part de leur fortune consacrée à cette activité est inférieure à 20%, ce qui leur évite de ressentir les pertes encourues sur leur activité d'investisseur privé (Mason, 2009). Le BA affirme par ailleurs n'utiliser qu'une faible part de sa capacité d'investissement en raison de l'absence de bonnes idées entrepreneuriales. Gaston (1989) estime leur capacité totale d'investissement à trois fois leurs investissements actuels. Le BA n'est pas comparable au *manager* des fonds de capital-risque puisque ce dernier investit pour autrui. Le BA investit des ressources qui proviennent parfois de la cession d'entreprise qu'il a lui-même créée antérieurement ou d'une activité libérale de consultant, de comptable ou d'expert juridique.

Le BA fait personnellement ses choix et est seul responsable des revers qu'il subit. Selon San José, Roure, et Aernoudt (2005), le BA sait avoir accès aux opportunités d'affaires et dispose de la compétence nécessaire pour détecter les projets prometteurs. Il est capable de gérer tout le processus d'investissement jusqu'à sa sortie. Le BA est capable d'évaluer lui-même les projets et la durée moyenne de cette tâche va de 21 à 60 jours (Stedler et Peters, 2003). Le BA se différencie ainsi des actionnaires ou *limited partners*¹⁶ des fonds de capital-risque (Mason et Harrison, 2008). Ces derniers, institutionnels ou particuliers, délèguent le pouvoir de faire des choix d'investissement en leur nom aux *managers* des différents fonds en contrepartie d'une rémunération. La compétence d'investissement personnel manque au *virgin angel* (Mason et Harrison, 1995). Ce dernier dispose de capacités financières conséquentes, souhaite entrer dans le capital des firmes innovantes mais ignore comment s'y prendre. Encore appelé *nascent angel*, il est en contact avec un réseau d'investisseurs actifs

¹⁶ Les *limited partners* sont les pourvoyeurs de capitaux dans les fonds de capital risque ou fonds d'investissement

établi dans son environnement géographique afin de mieux préparer son baptême d'investisseur privé (Paul et al., 2003).

Les évolutions récentes du marché de l'investissement informel nuance la définition « d'investissement personnel » des BA. Ils investissent de plus en plus à travers une institution privée familiale et à travers des syndications (Avdeitchikova et al., 2008; Mason et al., 2013). Le format "organisation en réseau" avec des modes de fonctionnement non standardisés s'est aussi développé. Il existe aussi de plus en plus d'unités d'accompagnement et d'investissement au démarrage adossées à des organismes publics. Dans ces différentes formes de structures, il existe un collègue de BA assurant la tâche de *gatekeepers* (Paul et Whittam, 2010) et d'évaluation des projets. La syndication se définit comme un groupement de BA dans le but de combiner leurs ressources afin d'augmenter le flux de *deals*, d'améliorer la sélection, de mieux négocier, de financer et de gérer plus efficacement les investissements (Paul et Whittam, 2010). Ces formes d'organisation facilitent la canalisation de l'avantage fiscal proposé par les pouvoirs publics (déduction fiscale sur l'IRPP et l'ISF dans le cadre français). Il existe aujourd'hui des craintes selon lesquelles ce regroupement risque de transformer l'investissement informel en une forme plus proche du capital risque formel, ce qui aura pour conséquence de les éloigner de l'amorçage qui justifie leur raison d'être (Mason, 2009).

1.3. Le BA est un individu expérimenté

Le BA est un expert dans un secteur d'activité donné (Rameau, 2007). Reitan et Sorheim (2000) décrivent l'individu comme une personne de 35 à 55 ans, ayant une formation de haut niveau, une vaste expérience de travail et dotée de capitaux. Les BA sont en majorité de genre masculin (Szerb et al., 2007). Brettel (2003) décrit le BA allemand comme un homme de 48 ans en moyenne. Son expérience se concentre majoritairement dans le management et la création de nouvelles firmes selon Aernoudt (1999). Beaucoup d'entre eux ont soit occupé un poste de *manager* dans les petites et moyennes entreprises ou soit créé eux-mêmes leur firme. Lahti (2011) avance en Finlande une proportion de 83% environ qui ont au moins une fois créé une entreprise. Les domaines d'expérience sont divers englobant aussi bien les technologies de pointe que les services (Ernest et Young, 2007). Cerullo et Sommer (2002) décrivent le cas d'un réseau américain où l'expérience dans un domaine spécifique, celui de la santé, était un critère d'adhésion. Tous ses membres avaient créé des firmes qui étaient reliées d'une façon ou d'une autre au médical. L'expérience ici est non seulement médicale mais aussi entrepreneuriale. Le BA aime aussi s'aventurer dans des industries

nouvelles pourvu que le projet ait du potentiel (Lahti, 2011). En Ecosse, le BA ne dispose pas *a priori* d'expérience dans le management de petites et moyennes structures (Paul et al., 2003). Il acquiert l'expérience de la petite firme par apprentissage en situation. En effet, dans ce pays, la plupart des firmes sont des filiales de multinationales et donc l'expérience de la petite structure est rare. En Allemagne par contre, 85% environ des BA ont une expérience de manager des petites et moyennes entreprises (Brettel, 2003). Les analyses de Politis et Landström (2002) nous renseignent plus explicitement sur le type d'expérience détenu par le BA suédois. Ceci peut être élargi à d'autres pays. Selon ces auteurs, la carrière entrepreneuriale de ces investisseurs comprend trois phases :

- la première appelée carrière d'entreprise où l'acteur, jeune diplômé, intègre une firme afin de gagner de l'expérience et assurer une sécurité financière à sa famille.
- une seconde phase appelée phase d'apprentissage entrepreneurial où l'acteur occupe les postes de direction et peut même devenir membre du conseil d'administration. Cette phase se termine généralement par le départ de l'acteur de la firme pour créer son propre cabinet de *consulting* ou sa firme où il va utiliser ses expériences d'industrie et de management stratégique des affaires.
- la troisième et dernière phase est celle de l'investissement informel où l'acteur commence par prendre des participations financières dans des projets qui lui sont présentés.

Ces trois phases peuvent bien s'observer au sein d'un même secteur économique ou non. Le *background* du BA n'est donc pas simplement sectoriel mais il s'agit plutôt d'aptitudes professionnelles allant de l'opérationnel au management stratégique. Le BA possède l'expérience et la formation spécifique qui permet de réduire la distance cognitive avec les porteurs de projets à la phase d'amorçage (Bonnet et al., 2013).

1.4. Le BA est un investisseur indépendant de la firme investie

L'absence de lien préalable avec l'entrepreneur est très importante, dans la littérature, pour caractériser les BA (Madill et al., 2005), même s'il s'agit d'un point très discuté. Il est admis qu'aucun lien de famille ne doit le relier à l'entrepreneur avant le début de leur collaboration (Politis, 2008). Il se dissocie ainsi de la *love money*. Des discussions existent sur la nature de ce lien. En effet, ce qui constitue une famille dépend de chaque culture. Dans le contexte occidental, on a des cadres familiaux très restreints alors que dans d'autres cultures, la famille est plus large et peut intégrer parfois les amis très proches. Le lien familial est donc ambigu. L'amitié l'est encore plus (Farrell et al., 2008). Pour ces auteurs, il reste à redéfinir la

notion d'amitié dans ce contexte. Un collègue de travail ou du même secteur d'activité est-il un ami ? La question se pose forcément si nous considérons qu'une bonne partie des propositions d'affaires parviennent au BA par le truchement de son réseau de confiance. On remarque par exemple dans la récente étude de Li et al (2014) que 70% de la population désignée comme des BA en Chine avaient des relations personnelles avec l'entrepreneur avant leur investissement. Pour Scheela et Jittrapanun (2012), la principale source de *deal* pour les BA thaïlandais est plutôt la famille. Ils se confondent ainsi avec les *love money*. Selon Mason et Harrison (2008), le lien à bannir de la définition des BA est celui de nature familiale. Le lien investisseur/entrepreneur est le plus discutable des critères de définition du BA.

1.5. La faible proportion du capital obtenue par le BA

En contrepartie de ces investissements, le BA obtient des parts du capital de l'investie. Il demande de faibles parts du capital (Riding, 2008 ; Aernoudt, 1999), entre 10 et 20% en moyenne (OECD, 2011). Cette faiblesse des contreparties dans le capital est intentionnelle (Brettel, 2003). C'est un moyen d'incitation ou de motivation des entrepreneurs (Mondelli et Klein, 2014). Le BA ne veut pas prendre des responsabilités dans l'affaire. Contrairement aux firmes de VC formel qui optent pour différentes clauses contractuelles et surtout pour la pression afin d'aligner les intérêts des dirigeants sur les leurs (Tyebjee et Bruno, 1984), le BA choisit de laisser à l'entrepreneur le contrôle financier de sa firme. Il préfère que les *managers* détiennent la propriété de leur firme et que leur santé financière soit fonction de la réussite du nouveau *business* (Prowse, 1998). L'entrepreneur hésite souvent à ouvrir son capital à des acteurs externes. Le comportement des BA répond donc à son souhait. La prise de participation minoritaire n'est peut-être pas propre à un acteur spécifique mais plutôt spécifique à l'investissement en *early stage*. En effet, Silva (2004) étudiant une firme portugaise de capital-risque investissant spécifiquement dans le démarrage des projets, rapporte que celle-ci ne prend que des participations faibles dans le capital de ses cibles. Le faible pourcentage de capital demandé est peut-être fonction de la phase de développement de la firme dans laquelle l'apporteur de capitaux privés intervient. La faible proportion du capital obtenue comme critère de définition du BA peut créer des controverses (Avdeitchikova et al, 2008).

1.6. Le BA est un investisseur actif

Le BA s'investit beaucoup en temps auprès de l'entrepreneur afin de contribuer significativement à la création de valeur de diverses manières : rôle stratégique, accès à d'autres ressources, *mentoring* et supervision (Freear et al., 1994; Politis, 2008). Il fournit un capital intelligent (Avdeitchikova, 2008; Schafer et Schielder, 2009). Le succès en *early stage* requiert plus que du capital financier (Bonnet et al., 2013; Tsukagoshi, 2008). Le BA se retrouve généralement comme membre du conseil d'administration ou de gestion de l'investie. A ce titre il se décrit parfois comme un entrepreneur et pas un ex-entrepreneur (Aernoudt, 1999). Il reste disponible et peut être contacté par l'équipe entrepreneuriale régulièrement en cas de besoin. Il veut transmettre à l'équipe entrepreneuriale ses connaissances et ses ressources non financières afin que le projet se développe de façon harmonieuse. Nous l'évoquons ci-dessus, c'est un acteur aux multiples expériences et dont le rôle va bien au delà de la simple mise de fonds. C'est d'ailleurs pour cela qu'il investit prioritairement dans les projets proches de son lieu de résidence. L'expression anglo-saxon "*one day drive by car*" (Aernoudt, 1999) décrit cette nécessaire proximité BA-Projet. Malgré cet enthousiasme, le vrai BA doit éviter l'intrusion dans le quotidien de la firme. L'entrepreneur reste le seul preneur de décision de sa firme et peut le consulter au besoin. L'implication active dans les différents projets investis lui permet de gérer l'asymétrie d'information et le risque de hasard moral dans sa relation post investissement avec les entrepreneurs (Mason, 2009). Il n'existe plus de doutes aujourd'hui sur le fait que l'intervention des BA dans le capital en *early stage* a des effets positifs tels que : la forte probabilité de survie, le niveau élevé de l'emploi, les avis positifs des consommateurs et une sortie réussie (Kerr et al., 2014). Le caractère actif de l'investissement comme critère de définition perd aussi en pertinence avec le développement de ces dernières années sur ce marché de financement informel. Avec de plus en plus de structuration en syndicat ou simple réseau, seuls les BA qui assurent le *lead* sur un projet y sont impliqués prioritairement (Paul et Whittam, 2010). Cela ne signifie pas que les autres membres du réseau ne peuvent pas contribuer au développement de l'investie. Cette nouvelle organisation fragilise ainsi la dimension active (*hand-on investment*) comme axe de définition *sine qua non* des BA.

Ci-dessus, on remarque des contradictions sur certains points de caractérisation de l'acteur. Des critères jadis centraux perdent leur rôle dans la définition de l'acteur. L'identification de l'acteur n'est donc pas aisée. Il se confond plus souvent dans la grande population d'investisseurs informels. Diverses études ont tenté de catégoriser le marché de

l'investissement informel sans grand succès (Freear et al., 1994). Ces analyses n'ont que peu d'ancrage théorique (Erikson, 2007). D'ailleurs, il est à noter que les notions « *business angel* » et « investisseurs informels » sont utilisées de façon interchangeables (Farrell, 2008 ; Aram, 1989). Quelques analyses sont reprises ci-dessous.

1.7. Les différentes typologies de BA

Les efforts de catégorisation ont au préalable défini les dimensions mobilisées dans leur analyse. Par exemple, Aram (1989) ne propose pas de profil type pour les différentes catégories de BA mais avance trois dimensions qui peuvent être discriminantes : la phase de développement de la firme investie ; le degré d'orientation technologique; la propension à co-investir. Szerb et al. (2007) proposent les dimensions suivantes : la relation investisseur-investie et le montant des investissements. Li et al (2014) optent pour une classification du marché informel selon 3 axes : la capacité (*ability*) qui désigne la dotation en capital pour effectuer des investissements, l'attitude qui explore la propension à investir dans les firmes innovantes et l'action qui mesure si l'individu a déjà investi comme BA. Leur modèle dit des 3A va ainsi permettre de scinder une population d'investisseurs informels donnée en : *business angels*, potentiel *business angels* et en non-investisseurs. Freear et al (1994) segmentent le marché de l'investissement informel en trois composantes : le *business angel* ou le *serial angel* qui fait fréquemment des investissements, les BA potentiellement intéressés qui n'ont pas encore investi mais qui sont susceptibles de le faire s'ils sont soutenus et enfin les BA non intéressés qui n'ont aucune motivation à investir. Ludvigsen (2009) distingue les BA séraphins, c'est-à-dire ceux qui investissent de gros montants opposés aux BA chérubins plutôt adeptes de faibles montants investis. On retrouve aussi dans la littérature, les catégories suivantes : BA actif qui regroupe ceux qui ont déjà investi et qui recherchent toujours de nouvelles opportunités d'investissement ; les BA latents qui ont investi dans le passé et qui sont devenus inactifs ; les BA *virgin* qui sont en attente de leur première mise de fonds dans les *startups* en amorçage (Mason, 2009).

Liu Tingchi et Chen Po Chang (2007) définissant l'investissement des BA comme un modèle de participation en capitaux propres, décrivent sur le marché chinois cinq catégories d'acteurs susceptibles d'adopter le modèle. D'abord, le groupe des richissimes acteurs membres de grandes firmes étrangères dans le domaine du High Tech et qui contient par exemple les dirigeants de Google et de Microsoft en Chine. Ensuite, ils distinguent le groupe des propriétaires de firmes avec des revenus élevés dans certaines industries. Ici les acteurs ont plus d'expériences entrepreneuriales et sont des investisseurs plus alertes. La troisième

catégorie se compose des héritiers générationnels. Ces derniers disposent de capitaux mais ont plus de mal à identifier les opportunités d'affaires. Les deux autres catégories se composent d'une part des expatriés qui ont des intérêts particuliers sur le marché chinois et d'autre part des investisseurs soutenus par le gouvernement. La définition du BA en Chine est spécifique à ce marché et ne peut être élargie à d'autres nations. Le BA comme stratégie d'investissement est aussi repris par Lahti (2011). Ce dernier propose une catégorisation en admettant le postulat de base selon lequel la relation entre l'investisseur et l'entrepreneur est une relation d'agence avec deux sources de coûts : la sélection adverse sur les projets et l'opportunisme post-investissement de l'entrepreneur. Pour cet auteur, la catégorisation doit se faire en fonction de la stratégie d'investissement adoptée pour réduire ces deux principales sources de problèmes. Il évoque ainsi d'une part les stratégies pré-investissement basées sur la compréhensibilité de la *due diligence* et d'autre part les stratégies post-investissement avec la nature de l'implication dans le projet. Le tableau 3 ci-dessus reprend le détail des deux types de stratégie.

Tableau 3: Dimensions de catégorisation des BA selon Lahti (2011)

Stratégies	Items
Compréhensibilité de la <i>due diligence</i>	- Plus de 2 personnes engagées dans la <i>due diligence</i>
	- Plus d'un référent sur l'entrepreneur
	- Utilisation de plus de 11 sources d'informations
	- Utilisation de plus de deux méthodes d'évaluation
	- Plus de 20 h consacrées à l'évaluation
Implication post-investissement	- Durée annuelle passée au téléphone ($\geq 500h$)
	- Durée annuelle des visites sur place ($\geq 30h$)
	- Participation au conseil d'administration
	- Implication dans l'activité opérationnelle (≥ 2 fois)

Lahti définit ainsi quatre *clusters* de stratégies pour décrire le comportement des BA :

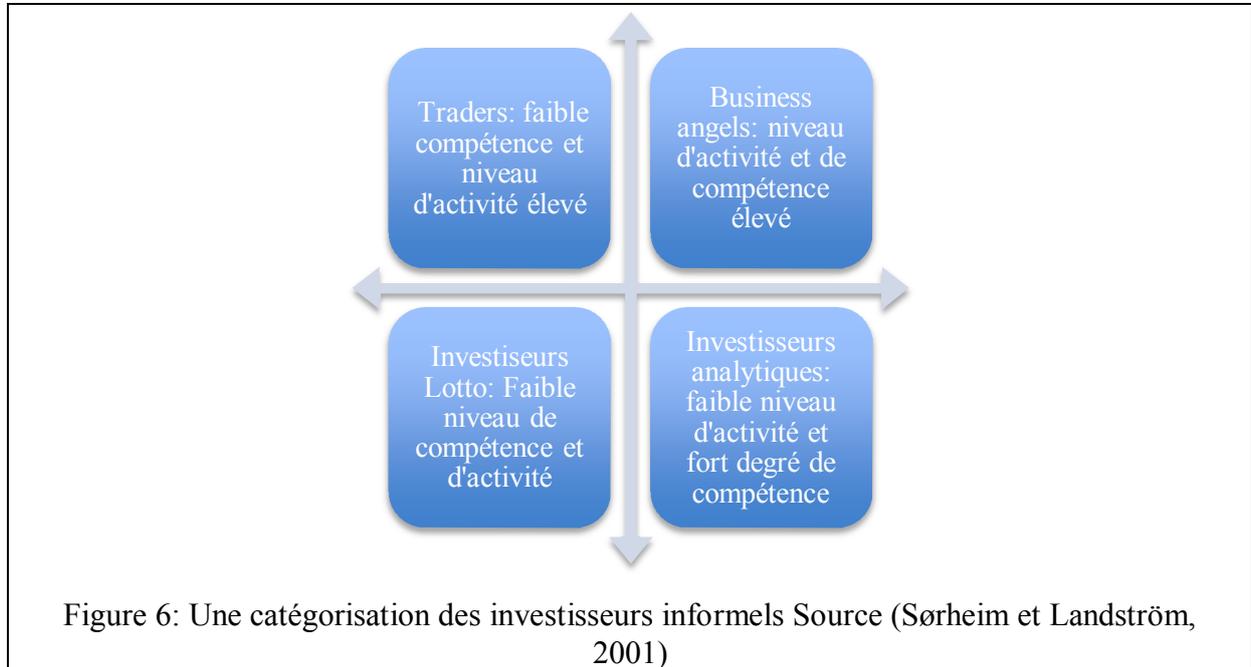
- La stratégie *Gambles* avec un faible niveau de *due diligence* et d'implication. Ici l'évaluation est beaucoup plus intuitive.
- La stratégie *Conventional angels investments* où on retrouve toujours un faible niveau de *due diligence* mais avec de forte implication dans le développement du projet.
- La stratégie *Due-diligence driven investment* est l'opposée de la précédente avec un degré élevé de *due diligence* contre une faible implication.
- La dernière stratégie est la *Professional safeguard investment* où l'accent est mis conjointement sur l'avant et l'après investissement.

Les deux premières stratégies d'investissement sont plus observées dans les projets en réel amorçage où il n'existe pas encore de produit fini ni de prototype breveté, avec des degrés d'innovation élevés. Dans ces cas la motivation à l'investissement n'est pas financière en premier lieu et les BA sont plus expérimentés aussi bien dans un secteur industriel que dans la tâche d'investissement. Les deux dernières stratégies sont plus appliquées dans le cas de firmes en développement où il existe un historique d'activité avec la possibilité de baser l'évaluation sur des ratios financiers. La première motivation à l'investissement est la maximisation du résultat financier. Les investisseurs sont moins expérimentés dans un secteur d'activité, ce qui justifie leur recours à diverses sources de connaissances afin de réduire l'incertitude perçue.

Erikson (2007) ancre sa typologie dans le paradigme économique néoclassique. Il se fonde sur l'un des débats centraux en entrepreneuriat selon lequel il existe deux types d'entrepreneurs. D'une part, le type autrichien où le rôle est de découvrir les déséquilibres actuels sur un marché afin d'en tirer profit : c'est un arbitragiste. D'autre part le type Schumpeterien où le rôle est de créer des déséquilibres sur le marché par l'introduction de nouvelles combinaisons de ressources (pour de nouveaux produits) ou de nouveaux procédés : c'est un créateur. Pour Erickson, l'investisseur informel en Norvège est un entrepreneur avant tout. Il partage cette idée avec Landstrom (1998) qui affirme aussi que l'investisseur informel considère son opportunité d'investissement comme une idée d'affaires où il va substantiellement utiliser son expérience d'entrepreneur et où il est prêt à risquer beaucoup de capitaux en cas de besoin. Il peut donc être catégorisé selon la dualité arbitragiste/créateur (Erikson, 2007). L'investisseur informel arbitragiste investit essentiellement dans les idées orientées par le marché avec la majorité de ses participations financières dans des firmes qui souhaitent développer des marchés internationaux. Il a une plus forte expérience entrepreneuriale, est plus expérimenté dans la gestion de la petite firme, utilise plus le conseil comme approche de *monitoring* de la firme investie, est dans la plupart des cas économiste et utilise plus son réseau commerciale et personnel comme source de *deal*. L'investisseur informel créateur est plus attiré par les innovations « technologiques » (nouveaux produits ou procédés) et qui en sus ont un potentiel à l'international. Il est éduqué, moins expérimenté, investit plus entre la 2^{ème} et la 5^{ème} année de vie de la firme, a plus souvent une formation de technicien, utilise plus le *reporting* financier et les réunions d'actionnaires comme moyens de *monitoring*.

Sørheim et Landström (2001) proposent une typologie enracinée autour des dimensions : activité d'investissement et compétences. Leur notion de compétence fait

référence à un état de connaissances développées en situation et est mesurée par les degrés d'expérience entrepreneuriale, managériale et professionnelle. L'activité d'investissement est mesurée par les montants investis et le nombre d'investissements. Les différents clusters d'investisseurs informels se présentent comme suit (Figure 6) :



Sørheim et Landström (2001) affirment que la catégorie d'investisseurs informels la plus efficace est le BA qui est caractérisé par : une forte propension à co-investir, un fort recours aux réseaux personnels plutôt qu'aux médias pour accéder à l'information, des horizons d'investissement plus longs et des fortes implications dans leurs investissements en étant membre du conseil d'administration pour fournir des conseils gratuits. Il représente l'opposé sur tous les points de l'investisseur Lotto. L'investisseur analytique est aussi très compétent du fait de ses diverses expériences mais investit peu parce qu'il ne maîtrise pas la sélection et l'évaluation des projets. Le Trader lui est prêt à mettre des capitaux substantiels mais le manque d'expérience fait de lui un investisseur passif maximisateur d'utilité financière. Pour Sørheim et Landström (2001), procéder à une telle typologie du marché informel est très valorisant puisqu'elle permet d'entrevoir une collaboration efficace sur ce marché.

Hellmann et al. (2015) identifient trois catégories de BA. Les BA occasionnels qui n'ont investi qu'une seule fois et ne sont pas prêts de recommencer. Ils ont dû participer à un projet développé par un ami ou un membre de leur famille et ils n'envisagent pas de perpétuer l'acte d'investissement (*Love money*). Ce sont les liens personnels qui motivent l'action. Les

serial BA sont ceux qui ont investi plus d'une fois et qui sont expérimentés. Les fonds de BA sont la dernière catégorie et ils regroupent les BA au sein d'un syndicat pour investir en leur nom. Ici, il existe un véhicule financier à travers lequel transitent les investissements des BA membres de l'association.

Les typologies sont foisonnantes avec des similarités remarquables. Une caractéristique qui nous semble très critique et transverse mais pas assez exploitée est l'aptitude à identifier et à évaluer les opportunités d'investissement dans la firme entrepreneuriale. Pour Sørheim et Landström (2001: p.353): « *There are certain groups of investors who, to a larger degree than other groups, are able to identify investment proposals[...]it is not enough to identify investments project. The investor must also evaluate the investment proposal* ». Cette aptitude à identifier les bonnes idées est plus que cruciale puisque face à la complexité et à l'incertitude croissante dans l'environnement économique, les investisseurs les plus compétents (qui peuvent anticiper, faire face aux challenges du démarrage et identifier les pépites de demain) peuvent réaliser des gains significatifs (Jensen, 2002). La nécessité de prendre en compte un peu plus cette aptitude s'explique aussi par la baisse de la pertinence des paramètres traditionnels de définition du BA. Aucune étude à notre connaissance n'a « sacralisé » la capacité à faire une évaluation pertinente des firmes innovante en *early stage* comme dimension de catégorisation. Ceci nous semble être un manque crucial dans ces tentatives de définition d'un véritable BA. Rappelons que dans le chapitre 1 nous relevions que la difficulté à identifier une opportunité d'investissement est un aspect clé de cette activité de financement. Ceci doit permettre de mieux distinguer entre le BA compétent et l'investisseur informel en général.

1.8. Les motivations des business angels : un acteur à la fois économique, hédoniste et altruiste

L'action des BA peut avoir trois sources de motivation selon la littérature : les facteurs économiques, hédonistes et altruistes.

En considérant l'acteur économique comme parfaitement rationnel ou *homo oeconomicus*, l'économie classique a trouvé la cause de toute décision humaine. Elle avance que l'acteur économique veut maximiser son utilité, cette dernière se mesurant généralement par le revenu financier. Sullivan et Miller (1996) parlent de motivation économique. Ces auteurs ont été les premiers à se pencher sur la question de la motivation du BA. Ainsi, selon cette première motivation, le BA ne recherche que la maximisation de son capital. Aernoudt

(2005) reprenant l'enquête de Leleux (2000) indique que le retour sur investissement espéré (pas obtenu en réalité) par la plupart des investisseurs en *early stage* se situe entre 80 et 100%. Ce retour est de 42% par an pour les BA allemands selon Brettel (2003). Ils préfèrent des sorties d'investissement à travers des rachats par d'autres compagnies ou par des introductions en bourses. Selon le modèle du MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers), la rentabilité est corrélée positivement avec le niveau de risque encouru. L'espérance de revenu élevé des BA est donc raisonnable puisque le démarrage est la phase de développement la plus risquée d'une firme innovante. Le retour sur investissement est alors une motivation importante des BA (Freear et al., 1994). Les résultats d'enquêtes auprès de BA participant à une formation à Barcelone démontrent que la rentabilité financière est la toute première motivation d'investissement (San José et al., 2005). Les *virgin angels* également présents durant la formation affichent clairement leur envie de faire des rentabilités record par le truchement de l'investissement dans les firmes entrepreneuriales. Le BA se distingue néanmoins de l'investisseur classique par le fait que son objectif de rentabilité élevé est de long terme (Politis et Landström, 2002). Notons que cette rentabilité espérée est une source externe de motivation et donc n'explique pas *a priori* un engagement optimal de l'investisseur dans le management des projets (Adler et Chen, 2011).

A côté de ce souhait de rentabilité très élevée, existent toujours la volonté de transmettre à autrui et aussi un rôle social. Le BA est aussi un hédoniste et un altruiste avéré (Sullivan et Miller, 1996). L'hédonisme place l'émotion au centre du comportement humain. A travers elle, l'action humaine est dictée par l'envie de maximisation du plaisir et de minimisation autant que possible de la peine. C'est le concept du revenu psychique (Riding, 2008). Politis et Landström (2002) parlent d'une satisfaction psychologique qui est très importante pour les investisseurs informels. L'altruisme renvoie au côté social de chaque humain, de son envie de contribuer au bien-être de la société en ayant le sentiment de devoir quelque chose à cette société. L'altruiste veut atteindre des buts collectifs et sa motivation advient souvent par identification aux valeurs d'un groupe (Adler et Chen 2011). En prenant en compte ces deux formes de motivation, le dévouement dans la contribution non financière qu'apporte cet investisseur peut être mieux compris. L'accompagnement du jeune entrepreneur lui procure du plaisir et de la joie. Ce plaisir le conduit à toujours rechercher un partenaire en la personne de l'entrepreneur. Il va vouloir baser leur collaboration sur la confiance réciproque favorisant ainsi la résolution à l'amiable de tout conflit d'agence (Politis, 2008). Les BA interviewés par San José et al (2005) expriment ce plaisir d'investir à travers les termes "*for fun, personal challenge*" dans leurs discours. Pour des investisseurs

américains engagés dans les phases de démarrage des firmes, la sensation d'être à nouveau impliqués dans la création d'une nouvelle firme, de créer de l'emploi, d'assister des femmes entrepreneurs et d'aider des populations minoritaires porteurs de projets innovants, garde son importance à côté du revenu financier qu'ils peuvent espérer (Freear et al., 1994). La théorie psychologique sur la motivation parle de motivation interne lorsqu'une activité procure autant de plaisir. Cette forme de motivation entraîne plus d'efficacité dans l'action humaine (Adler et Chen, 2011). Le BA altruiste voit à travers son investissement en temps et en ressources, un moyen de créer de la valeur pour l'investie. Les *virgin angel* expriment leur souhait de contribution sociale en classant le bénéfice social et la possibilité de contribuer à la formation d'une génération future d'entrepreneurs, comme des motivations importantes à devenir des BA actifs (San José et al, 2005 ; Politis et Landström, 2002). Le fait de vouloir contribuer pleinement au développement de sa société amène le BA à investir généralement proche de sa demeure. Il a la sensation de contribuer ainsi à une redistribution des ressources contrairement aux autres acteurs financiers qui drainent les capitaux des régions périphériques vers les grandes agglomérations (Mason et Harrison, 1995).

La définition la plus largement diffusée du BA est : « un acteur individuel qui investit sa fortune personnelle dans la firme entrepreneuriale indépendante ». Il s'agit aussi de la description de l'investisseur informel en général. Le BA appartient bien à cette large population d'investisseurs informels mais doit s'en distinguer pour le théoricien. Plusieurs essais de catégorisation ont été proposés mais aucun ne semble s'imposer. Dans sa philosophie d'investissement, la finalité n'est pas seulement financière. Il s'engage volontairement dans cette activité très risquée parce qu'il veut aider en retour sa société. Cette motivation l'amène à s'investir dans l'identification et l'évaluation des projets entrepreneuriaux porteurs de valeur dès leur *early stage*. L'aptitude à identifier personnellement les firmes entrepreneuriales à potentiel de valeur est essentielle. Nous présentons ci-dessous l'état de la littérature sur la sélection des firmes entrepreneuriales à potentiel par le BA. Il s'agit de revisiter les mécanismes spécifiques mis en place par cet investisseur pour affronter l'incertitude. Ces travaux sont réinterrogés sur la base de l'orientation psycho-cognitive que nous avons identifiée dans le chapitre 1 comme intrinsèque au concept d'« opportunité d'investissement ».

Section 2 : le processus d'évaluation des opportunités d'investissement par le BA

Identifier une opportunité d'investissement en *early stage*, c'est percevoir de manière précoce le potentiel de valeur de la firme entrepreneuriale quand la plupart des apporteurs de capitaux se désengagent en raison du risque extrême. En finance, la perception est un élément crucial de l'évaluation d'un projet et donc dans la croyance ou non au succès de ce dernier (Aernoudt, 1999). Elle est d'autant plus importante dans des contextes où des collatéraux ou garanties ne peuvent être fournis. De façon générale, la perception d'un entrepreneur est souvent plus optimiste que celle des apporteurs de capitaux et les désillusions peuvent être énormes (Osnabrugge, 2000). Il est donc crucial de mieux comprendre l'approche d'évaluation des financeurs et ceci pour plusieurs raisons : gain de temps, économie d'effort et d'argent, prédiction des chances de survie de la firme. Sur ce point, Douglas et Shepherd (2002) avancent que la perception de l'investisseur sur le projet donne des indicatifs sur la façon d'améliorer les chances de survie de la firme. Mieux cerner son approche de perception permet au porteur de projet de mieux organiser sa rencontre avec celui-ci afin de maximiser ses chances de financement (Ludvigsen, 2009). Comprendre (le comment et le pourquoi) le processus de la décision d'investissement peut aider à résoudre le problème de financement selon Van Osnabrugge (2000). Dans la perception du potentiel des firmes entrepreneuriales, il est admis que les états financiers ne jouent aucun rôle même s'ils sont indispensables dans le dossier de demande de financement (Smith et Cordina, 2014). Pour ces derniers, ils ne deviendraient pas plus utiles même si des améliorations leurs sont apportées pour être plus complets. Ils sont tournés vers le passé alors qu'avec une firme entrepreneuriale, il n'y a pas encore de passé. D'autres outils et approches sont nécessaires.

Pour décrire la décision d'investissement du BA, les travaux ont décrit d'une part le processus spécifique d'évaluation usité par la plupart des investisseurs souvent regroupés en réseau ou syndicat (1); et d'autre part les critères importants dans la décision d'investissement (2) (Silva, 2004 ; Zacharakis et Meyer, 1998).

2.1. Le processus d'investissement des BA

Les analyses autour de la décision des BA décrivent un processus d'investissement à plusieurs étapes successives (Mason et Stark, 2004), chacune servant de tri parmi l'ensemble des demandes de financement qui parviennent au réseau. Le nombre de projets se réduit progressivement suivant les étapes de l'investissement (Mason et Harrison, 2003), le plus

grand tri intervenant aux phases initiales (Maxwell et al., 2011). Quatre grands étapes décrivent souvent l'investissement des BA : la sélection initiale qui regroupe une étape d'identification et de tri objectif, l'évaluation qui regroupe toutes les formes de *due diligence* approfondie, la structuration du contrat et sa signature, les activités post-investissement (Tyebjee et Bruno, 1984; Paul et al, 2007 ; Fried et Hisrich, 1994). Brush et al. (2012) distinguent : la revue administrative ou le *desk reject*, la revue par un comité de sélection, la phase de présentation au groupe d'investisseurs dans son ensemble, la *due diligence* et la phase d'investissement. Maula, Autio, et Arenius (2005) structurent le processus en six étapes qui sont : l'accès à l'idée, la sélection, la valorisation, la structuration de l'opération, le *monitoring* après l'investissement et la sortie. Van Osnabrugge (2000) retient cinq étapes qui sont : le *sourcing* ou le lieu de la première impression ; l'évaluation ; la négociation et la conclusion du contrat ; le *monitoring* de l'investissement ; la sortie.

Le comportement des investisseurs évolue à travers ces différentes étapes. Mason (2009) qualifie le *sourcing* où l'accès à l'opportunité comme dénué de structure. Les BA accèdent parfois à l'idée de façon hasardeuse ou grâce à leur réseau personnel actif ou dormant. Ils n'ont pas un processus systématique de recherche des projets susceptibles de les intéresser. L'évaluation peut se faire à deux niveaux : une sélection initiale et une étude détaillée ou *due diligence* (Mason, 2009). La première sélection est très rapide se limitant parfois à une analyse sommaire du *business plan* reçu ou à une présentation (*pitch*) par le porteur de projet devant un comité. Il s'agit d'un premier grand filtrage de l'ensemble des propositions qui leur parviennent. Maxwell, Jeffrey et Lévesque (2011) parlent de la première sélection comme une phase d'interaction objective. Cette phase très rapide a pour objectif de réduire le nombre de dossiers reçus et de ne retenir que ceux qui satisfont aux critères objectivement définis. Selon Maxwell, Jeffrey et Lévesque (2011), la sélection initiale des projets doit être identique pour tous les BA. Un critère objectif est celui qui peut être interprété de la même façon par la plupart des individus. La sélection initiale consiste à comparer les projets entre eux en fonction des paramètres ou normes institutionnellement connus (Scarborough et al., 2013). Ces derniers remarquent qu'à cet effet, les artefacts utilisés sont les documents papiers, les informations de protection intellectuelle, les données techniques, les *slides* de PowerPoint et le *business plan*. L'évaluation approfondie va permettre de confirmer ou non les premières impressions sur les projets présélectionnés. C'est la *due diligence* où les investisseurs procèdent à la vérification de tous ce qui a été avancé par l'entrepreneur durant la phase précédente. Les paramètres de décision sont différents de ceux utilisés durant la sélection initiale. De façon plus rigoureuse, le BA évalue les différents

paramètres descriptifs du succès du projet. Il analyse simultanément la qualité de la coopération avec l'entrepreneur et les besoins d'accompagnement. Selon Morrissette (2007), l'évaluation est dominée à 70% par le *gut feeling*. L'interaction active entre les investisseurs et les entrepreneurs est l'artefact le plus utile dans cette évaluation approfondie (Scarborough et al., 2013). Après cette évaluation, les négociations ont lieu autour de la structure du *deal* et les modalités de l'accompagnement. La sortie représente l'étape ultime de la collaboration entre les différentes parties (Mason, 2009; Osnabrugge, 2000).

Le processus de décision des BA a évolué avec l'avènement de nouvelles formes d'organisation de ces investisseurs à savoir les clubs ou les syndicats de financement (Mason et al., 2013). La recherche ou le *sourcing* des opportunités est moins citée puisque les nouvelles entités représentatives des BA sont plus visibles. Elles ont des plateformes internet sur lesquels les entrepreneurs sont invités à déposer les projets. Cela ne remet pas en cause la proactivité qui peut parfois caractériser la démarche de recherche des idées à financer. Les dossiers déposés sont ensuite triés par le représentant ou délégué général du groupe. Peuvent être retirés de la liste, les projets non conformes à la politique d'investissement du BA en lien avec la nature du produit, la technologie et le potentiel du marché décrit (Fried et Hisrich, 1994). Le délégué général va aussi s'assurer que le projet ne peut pas réellement bénéficier d'un autre type de financement. Par exemple, un projet pouvant intéresser le banquier classique n'a pas à être présenté à un groupement de BA. L'objectif n'est pas de faire de la concurrence aux intermédiaires classiques mais de suppléer leur manque d'expertise dans l'accompagnement des firmes innovantes au démarrage. Après cette étape de filtrage générale, le projet sélectionné est présenté et évalué par un sous groupe d'investisseurs. Si ce dernier donne un avis favorable, le projet est présenté au reste du groupe et chaque membre prend sa décision d'allocation ou non de ressources (Mason et al., 2013). Dans certains réseaux, le projet présélectionné est présenté à l'ensemble du club afin de mesurer l'intérêt du collectif (Sudek, 2006 ; Maxwell et al, 2011 ; Clark, 2008 ; Mitteness et al, 2012). C'est seulement dans le cas d'une majorité favorable qu'une sous-unité d'instruction ou de *due diligence* est mise sur pied. A la fin de cette évaluation, le projet est représenté à l'ensemble du club et chaque investisseur décide de son allocation de capital. Ce sont les instructeurs ou le sous-groupe d'évaluateurs qui se chargent principalement du suivi du projet en cas d'investissement (Mason et al., 2013). Ceci n'exclut pas toutes interventions des autres membres du groupe dotés d'une quelconque expérience. Ainsi, le déroulement du processus est légèrement modifié avec l'émergence des syndicats ou clubs d'investisseurs qui dominent de plus en plus l'environnement des BA. Il ne faut pas par ailleurs oublier qu'une partie

substantielle des BA n'appartiennent pas à ces réseaux ou groupements d'investissement. Les pratiques de ces autres investisseurs informels peuvent donc être différentes. Dans tous les cas, il reste indéniable que la phase de l'évaluation reste critique et essentielle dans l'allocation des capitaux par les BA. Ceci conforte notre envie dans cette thèse de nous y appesantir.

2.2. Les critères ou les déterminants de l'évaluation des projets par le BA

L'ensemble des critères de sélection sont souvent regroupés en deux sous-ensembles : les facteurs liés au risque de performance (risque de marché et risque technique) et les facteurs du risque de relation (risque d'agence, de sélection adverse et de hasard moral)(Fiet, 1995; Harrison et al., 2015). L'objectif ici est de faire un résumé succinct des différents éléments qui sont reconnus comme guidant la décision du BA. Nous organisons cette littérature en deux axes : la demande de capital et le couple investisseur-investie.

2.2.1. La demande de capital : les critères de sélection par les BA

Ce premier axe décrit les caractéristiques de la demande ou du projet que le BA considère dans sa perception de la firme entrepreneuriale. La recherche sous cet axe a débuté sous la perspective d'une rationalité substantive avec pour objectif d'énumérer les critères objectifs qui prédisent le succès de la firme entrepreneuriale (Khan, 1987). Elle a aussi énormément emprunté aux travaux sur la décision des VC formels en faisant référence aux analyses pionnières de Tyebjee et Bruno (1984), de Hall et Hofer (1993) et de Fried et Hisrich (1994). Ces auteurs définissent comme critères : l'originalité de l'idée, l'attractivité du marché, les capacités managériales de l'entrepreneur ou de l'équipe de gestion, la résistance aux menaces environnementales et les potentielles voies de sorties de l'investissement. Tyebjee et Bruno (1984) affirment par exemple que ces cinq catégories de déterminants prédisent à 22% la rentabilité probable de la firme entrepreneuriale. Fried et Hisrich (1994) ressortent trois construits qui sont fondamentaux dans la sélection initiale : le concept, le management et la sortie financier. Le « concept » englobe le potentiel de croissance, l'originalité de l'idée et l'exigence en capital de l'idée. Le « management » fait plutôt référence à l'intégrité de l'entrepreneur, son réalisme ou son humilité à reconnaître les risques qui entourent son projet, sa ténacité, sa flexibilité, sa maîtrise du projet, son *leadership* et son expérience aussi bien managériale que sur le plan de ses performances passées. « La sortie financière » décrit l'espérance de rentabilité sur le projet. Il faut préciser que ces études pionnières portaient sur une période où les VC formels s'occupaient encore prioritairement de

l'investissement en *early stage*. Les caractéristiques de l'activité d'investissement des VC pouvaient donc être transférées à l'activité des BA (Feeney et al., 1999). D'ailleurs la littérature sur les BA cite énormément les travaux sur le comportement des VC en matière d'analyse de la décision en *early stage*. Nous citons donc certaines fois les études portant sur les VC mais relatives aux firmes entrepreneuriales.

S'intéressant particulièrement au BA, Maxwell, Jeffrey, et Lévesque (2011) ainsi que Sudek (2006) vont dans le même sens que les travaux ci-dessus en énumérant trois grandes catégories de critères : le statut du produit (attractivité, marché cible potentiel, risque technologique et financière, barrières à la concurrence), le marché (étude de marché de qualité, la chaîne logistique vers le marché, existence d'un large marché ou potentiel nouveau marché) ; l'entrepreneur (expérience, présentation des facteurs financiers). Il est apparu auprès de BA belges que les facteurs unicité du produit, marge bénéficiaire prévue, entrepreneur et potentiel de croissance, étaient respectivement les plus importants et déterminaient le choix des investisseurs informels à hauteur de 70% (Ludvigsen, 2009). L'équipe est rapidement devenue le critère de choix le plus étudié à travers divers aspects (Fiet, 1995; Hsu et al., 2014; Osnabrugge, 2000). La taille de l'équipe par exemple est importante. Selon Brush, Edelman, et Manolova (2012), une grande équipe est un atout positif à la phase de la revue administrative ou du *desk rejection* mais elle peut devenir un *deal killer* lorsque le projet est à l'étape de la présentation devant un comité de sélection réduit. Der Foo, Kam Wong, et Ong (2005) contrastent cette position en étudiant le caractère complet de l'équipe qui se mesure par sa taille et sa diversité de compétences. La taille influence favorablement la perception de l'évaluateur même si ce dernier n'ignore pas le risque de lourdeur de fonctionnement d'une grande équipe. En effet, plus on est nombreux à prendre les décisions, plus la probabilité d'avoir des compétences diverses est élevée et plus la perception de l'évaluateur externe va être favorable (Der Foo et al., 2005). L'homophilie est aussi susceptible d'orienter la perception d'une équipe entrepreneuriale par un évaluateur de projet en amorçage. Franke et al. (2006) démontrent par expérimentation que les investisseurs accordent plus de crédit à des équipes ayant le même domaine de formation et d'expérience qu'eux. Cette similarité de connaissance entraîne une certaine catégorisation sociale des individus qui permet plus facilement d'inférer les comportements futurs. L'investisseur en amorçage va donc évaluer positivement une équipe entrepreneuriale à travers laquelle il se projette plus facilement par similarité.

D'autres études ont croisé les caractéristiques de l'entrepreneur et les différents paramètres du projet afin d'analyser l'accès au financement externe. Zacharakis et Shepherd

(2005) font partie de ces auteurs très connus qui ont analysé la décision d'investissement en *early stage* des VC. Ils avancent par exemple que l'expérience en création de firme se substitue au manque d'expérience de *leadership* d'une équipe entrepreneuriale dans la prévision du succès de la nouvelle firme. De même, l'interaction entre ce *leadership* et la taille du marché est positive c'est-à-dire que l'investisseur en capital accorde plus d'importance au *leadership* lorsque la taille du marché est grande. L'interaction positive entre le *leadership* et la force de la concurrence montre aussi que l'évaluateur valorise plus cette expérience en cas de forte concurrence. En effet, lorsque le nombre de concurrents est élevé, la capacité tactique de l'entrepreneur (acquise par expérience) devient une ressource clé pour se démarquer dans l'environnement. Zaleski (2011) montre que les individus qui souhaitent entreprendre dans des industries où ils ont de l'expérience ont plus facilement accès au financement externe si des brevets existent comme barrières à l'entrée. Il met aussi en évidence le fait que le niveau d'éducation a plus d'influence lorsque le porteur de projet est expérimenté. Chez l'entrepreneur inexpérimenté, les barrières à l'entrée influencent plus la perception des investisseurs que le niveau d'éducation. Ces études montrent qu'il faut aller bien au delà des descriptifs des projets pris individuellement en privilégiant des interactions entre facteurs. Baum et Silverman (2004) examinant l'investissement dans les biotechnologies en amorçage par les VC constatent que les caractéristiques les plus considérées par les investisseurs sont le capital social de la jeune firme (l'ensemble de ses partenariats dans son environnement) et le capital intellectuel (ses connaissances immatérielles). Le sexe de l'entrepreneur a aussi été évoqué comme paramètre de classification des projets (Becker-Blease et Sohl, 2007), les hommes ayant un accès plus facile au financement en amorçage. D'autres critères importants sont la zone d'implantation du projet, le secteur d'activité, la phase de développement de l'idée (Zutshi et Tan, 1999). Alors que Miloud, Aspelund, et Cabrol (2012) avancent que l'évaluation d'un projet à son démarrage exige de se focaliser sur les expériences (entrepreneuriale, industrielle et managériale) de l'équipe entrepreneuriale, Mitteness et al. (2012) n'observent aucune influence de l'éducation et de l'expérience entrepreneuriale dans la perception des opportunités d'investissement en amorçage. Teal et Hofer (2003) confirment l'absence d'influence significative de l'expérience entrepreneuriale sur la performance future d'une nouvelle firme. L'influence des différents critères sur l'accès au financement n'est donc pas stable à travers les études.

Brush et al. (2012) utilisent le terme de *strategic readiness* pour désigner les ressources disponibles auprès de l'équipe. Ils le mesurent par la qualité des relations ou des connexions avec les différentes parties prenantes à l'activité à savoir les consommateurs, les

fournisseurs, les distributeurs et autres acteurs (Hsu et al., 2014; Baron et Markman, 2003). Une équipe entrepreneuriale avec de bonnes collaborations internes réussit plus souvent ses interactions avec l'environnement. Il y a aussi la *technology readiness* et le *market readiness* (Douglas et Shepherd, 2002). Le premier considère le caractère brevetable de l'idée ou le secret technologique qu'il renferme afin de conférer une propriété indéniable à la firme. Ainsi, une technologie attrayante doit aboutir à une dernière version de prototype testé, brevetable et facilement productible en masse au meilleur coût. Le brevet est important parce qu'il facilite l'évaluation de la firme entrepreneuriale. Le *market readiness* est validé par l'existence d'un historique de vente ou par une étude de marché favorable ou par une expérimentation positive sur l'acceptabilité du nouveau produit.

Cette première orientation est intéressante en ce sens qu'elle facilite la préparation de l'idée entrepreneuriale à attirer les fonds extérieurs. La plupart des indicateurs mobilisés dans cette analyse (équipe, technologie et le potentiel du marché) sont considérés comme mesurables objectivement et extraites d'un *business plan* fourni par le porteur de projet. Le BA compare ces informations à travers des interviews avec les futurs partenaires commerciaux, les employés, les avocats, les experts comptables et autres parties prenantes quant à l'existence d'une opportunité d'investissement (Lahti, 2011). La plupart du temps, il utilise les projections financières, les informations sur le produit, le marché, les ventes et le CV du porteur de projet. Il applique durant sa due diligence, des méthodes financières classiques comme la méthode des *cashs flows* actualisés, le délai de récupération, l'estimation des flux futurs, le multiple P/E etc. (Lahti, 2011). Hsu et al. (2014) décrivent le potentiel économique du projet à travers la mesure de point mort de l'activité. On retrouve ainsi cette logique prédictive du succès de la firme dès son *early stage* et le caractère objectif de la plupart des variables. Par exemple, la qualité de l'équipe est évaluée à travers le nombre d'années d'expérience, le nombre de membres, le nombre de leur contact, la diversité des compétences et formation etc. Wiltbank et al. (2009) confirment la prédominance de la logique prédictive dans la décision des BA en statuant qu'elle entraîne des investissements plus importants. L'idée entrepreneuriale fait l'objet d'une évaluation statique.

Des critiques sont faites à cette première approche. Très souvent, il s'agissait de demander aux BA étudiés de signifier sur une échelle de Likert, l'importance qu'ils accordaient aux différents critères. Ce ne sont pas des critères évoqués personnellement par l'investisseur. Selon Wallnöfer et Hacklin (2013) au démarrage de la firme porteuse d'innovation, les informations contenues dans le *business plan* n'ont intrinsèquement aucune

valeur prédictive. A cette étape, on est encore face à ce que les anglo-saxons appellent « *unknown unknowns* » et la connaissance que l'on a de l'idée reste préliminaire (Wallnöfer et Hacklin, 2013). L'idée nouvelle en phase d'amorçage évolue dans un environnement incertain, ambigu et en perpétuel changement. Le contenu d'un *business plan* à ce stade est donc très spéculatif puisque basé sur les extrapolations de l'entrepreneur sur ce qu'il souhaite voir pour son idée. Le modèle économique va être modifié plusieurs fois avant de trouver le bon positionnement produit/marché. Le *business plan* ne sert que d'interface ou de média de communication entre les deux parties. La capacité à le rédiger va apporter quelques indications à l'investisseur sur les compétences de l'entrepreneur (Smith et Cordina, 2014; Wallnöfer et Hacklin, 2013). Baser la perception du potentiel des firmes entrepreneuriales uniquement sur les caractéristiques objectives de la demande est qualifié de peu pertinent (Kirsch et al., 2009) malgré la compréhension substantielle que ces analyses ont apportée sur le phénomène. De plus, des analyses ont démontré que les variables objectives ou *hard* en *early stage* ne prédisent pas le succès futur de la firme entrepreneuriale (Clark, 2008; Franke et al., 2006; Huang et Pearce, 2015; Zutshi et Tan, 1999). La logique réflexive sous-jacente à la perception du potentiel par les BA en *early stage* demande donc à être cernée. La figure 7 ci-dessous présente la liste des critères évoqués dans la littérature et qui nous semble la plus complète (Maxwell et al., 2011). Ces derniers montrent en plus que la relation entre ces critères et la sélection n'est pas stable à travers les études, attestant ainsi d'une nécessité de changement d'approche d'analyse. La dernière faiblesse de cette première lecture de la sélection est que la plupart des études n'ont pas d'ancrage théorique. Elles sont majoritairement descriptives. On peut néanmoins citer le travail de Wiltbank et al. (2009) qui recourent à la théorie de l'effectuation. Maula et al. (2005) ainsi que Redis et al., (2013) combinent les théories de l'action planifiée de Ajzen, (1991) et la théorie des portefeuilles domestiques (Guiso, 2002) pour valider les différents critères énumérés ci-dessus et expliquer la propension à l'investissement du BA. Van Osnabrugge (2000), Carpentier et Suret (2015), Kelly et Hay (2003) et Hsu et al. (2014) utilisent la théorie de l'agence et l'asymétrie d'information. S'inspirant de la théorie des réseaux sociaux ou capital social de Granovetter, Sorheim (2003) avance que l'ensemble des relations du BA à travers ses dimensions structurelles, relationnelles et cognitives, est un déterminant principal de la propension à l'investissement des BA.

Les différentes limites ont encouragé la prise en compte de facteurs cognitifs (Chan et Park, 2015; Kirsch et al., 2009; Miloud et al., 2012) que nous détaillons dans le second axe de la littérature.

	Decision criteria	Bachher and Guild (1996)	Mason and Stark (2004)	Mason and Harrison (2002)	Feeney et al. (1999)	Haines et al. (2003)	van Osnabrugge (2000)	Landström (1998)	Haar et al. (1988)	Paul et al. (2007)	Sudek (2006)	Stedler and Peters (2003)	Mason and Harrison (1996)	Mason and Harrison (2003)
Product	Interest/benefits	x	x		x		x	x	x		x		x	x
	Status	x	x	x									x	
	Protectability	x					x	x			x	x	x	
Market	Innovation/quality	x	x	x			x					x	x	x
	Market size	x	x			x	x	x	x		x		x	x
	Customer engagement	x												
Entrepreneur	Growth potential	x	x	x	x	x	x			x	x	x	x	x
	Supply/distribution	x						x					x	x
	Market dynamics	x			x		x	x	x		x		x	x
Financial	Industry experience	x	x	x	x	x		x	x	x	x		x	x
	Track record	x	x		x	x	x	x			x		x	
	Passion/commitment	x	x	x	x	x	x				x	x	x	
Investment	Integrity/trustworthiness	x		x	x	x	x				x		x	
	Technology knowledge	x	x				x	x		x		x		
	Expectations				x	x								
Investment	Profitable/realistic		x	x	x		x				x	x	x	x
	Capitalization/cash flow			x	x		x				x	x	x	
	Size of investment				x		x				x		x	
Investment	Plan/presentation	x	x	x	x			x	x				x	x
	ROI/valuation		x		x	x	x	x			x	x	x	x
	Liquidity			x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
Investment	Team characteristics				x	x	x		x	x	x		x	
	Entrepreneur fit	x			x	x	x			x	x		x	
	Business fit		x		x		x	x	x	x	x		x	x
Investment	Location	x					x	x	x	x				
	Referral source	x				x						x		
	Co-investment	x					x	x				x		
Investment	Investor role	x			x	x	x	x					x	
	Sample size	20	10	74	153	51	302	73	121	30	72	230	1	30

Figure 7: Les différents critères de sélection des projets en early stage. Elle montre une large variété de critère (Maxwell et al., 2011))

2.2.2. Le couple investisseur-investie : l'évaluation subjective par le BA

Ce deuxième axe de recherche autour de la perception des projets entrepreneuriaux met au centre de ses préoccupations, le jugement du BA tel qu'il intervient pendant les interactions avec les équipes porteuses de projet. Ici, l'entrepreneur se retrouve au centre des analyses en *early stage* parce que les risques d'agence retiennent davantage l'attention du BA (Fiet, 1995; Van Osnabrugge, 2000; Cardon et al., 2013; Maxwell et al., 2011). Des analyses objectives liées à l'entrepreneur (confère 2.2.1.) n'ont pas conduit à des résultats stables pertinents. Sans avoir statué définitivement sur les relations entre les mesures objectives et la probabilité de succès des firmes entrepreneuriales, la recherche va progressivement s'orienter vers des aspects plus subjectifs de l'évaluation de l'« entrepreneur ». L'accent est mis sur les ressentis de l'investisseur pendant les présentations orales de projets par l'entrepreneur (couple investisseur-investie). Cette subjectivité affirmée dans l'évaluation des projets va éclipser l'intérêt d'un modèle rationnel de la décision des capitaux-risqueurs (Franke et al., 2006).

Les études s'intéressent aux aspects cognitifs de la perception du potentiel des firmes entrepreneuriales. L'objectif est de cerner comment l'entrepreneur est jugé par l'investisseur en situation. Les études ont analysé la sélection initiale à travers des présentations orales ou *pitchs* (Grégoire et al., 2008). Le *pitch* est un mode de narration qui permet de partager le sens de l'idée entrepreneuriale avec des apporteurs de ressources externes (Martens et al., 2007). L'art de la présentation de l'idée est devenu le critère de sélection inégalable en capital-risque informel (Clark, 2008) hissant la perception *in situ* ou *in vivo* au premier plan. Mitteness, Sudek et Cardon (2012) et Sudek (2006) étudient la perception de la passion de l'entrepreneur pendant le *pitch*. La passion désigne l'engagement et l'enthousiasme dégagé par l'entrepreneur. Ces auteurs mettent l'accent sur la subjectivité de cette perception en reconnaissant que la passion perçue par un tiers investisseur est différente de la passion divulguée par l'entrepreneur. Mitteness, Sudek, et Cardon (2012) vont ainsi étudier les capacités du BA qui permettent de moduler la relation entre passion de l'entrepreneur et la sélection des projets par le BA. Ils trouvent que la capacité du BA à percevoir la passion de l'entrepreneur pendant la présentation est fonction de son style cognitif, son degré d'extraversion, son ouverture d'esprit, son âge, sa motivation à être mentor et la prégnance des expériences négatives dans sa cognition. Mason et Harrison (2003) diffusent à des BA participant à un forum d'investisseurs, une vidéo d'un entrepreneur présentant un projet technologique innovant en amorçage. A la fin de la vidéo, il était demandé aux investisseurs

de dire s'ils souhaitaient poursuivre l'évaluation du projet ou non et pour quelles raisons. Plus de 88% des répondants ont rejeté la proposition et la plupart du temps, leur choix était motivé par la médiocrité de la présentation. Cette médiocrité était relative au style de la présentation (manque d'enthousiasme, présentateur hésitant, absence de plan), au contenu très pauvre et trop technique, l'absence de structure de l'exposé (introduction, résumé des points clés et détails) et le flou total autour des illustrations censées éclairer l'information transmise (Mason et Harrison, 2003). En 2008, Clark reprend le même type d'exercice en analysant cette fois-ci les commentaires de BA sur des présentations réelles d'entrepreneur. Son étude porte sur 24 BA évaluant trois *pitchs* d'entrepreneurs. Il constate que les BA se plaignent de la qualité de la présentation en mettant en cause le caractère incompréhensible. Les entrepreneurs sont moins convaincants lorsqu'ils sont hésitants ou ont tendance à se répéter dans l'exposition de leur propre projet. Les insuffisances de présentation induisent des doutes sur les compétences du porteur du projet à vendre son produit aux consommateurs (Clark, 2008; Grégoire et al., 2008). Elles réduisent la probabilité de sélection des idées par le BA.

Parhankangas et Ehrlich (2014) parlent de la gestion des impressions d'un tiers à travers le langage pour expliquer les chances de présélection des firmes entrepreneuriales. Un certain degré de promotion du soi et du caractère innovant de l'idée par un porteur de projet va influencer la perception des investisseurs en capitaux. La supplication ou le fait de dévoiler ses faiblesses peut aider l'entrepreneur à sécuriser un financement initial à cause de la sympathie qu'elle peut créer au sein de l'audience d'investisseurs. Chan et Park (2015) décrivent l'heuristique visuelle qui oriente l'attention de l'investisseur en priorité vers les couleurs et les images. Si le rôle des images n'est pas démontré, la couleur rouge quant à elle influence négativement la préférence des investisseurs pour les projets. Elle renvoie une image de danger sur la survie des projets. Lattam et Tello (2014) mobilisent la théorie de la visualisation des informations qui décrit la décision en situation complexe comme déterminée par le mouvement, la forme, la couleur et la position spatiale. Dans leur étude, l'intérêt des BA était plus fort lorsque les posters présentant les projets utilisaient des images illustratives et des tableaux synthétiques spécifiques. Ces différentes configurations ou styles de présentation influencent de façon non consciente le comportement des investisseurs. Pour Maxwell, Jeffrey, et Lévesque (2011), le comportement du BA s'explique par une heuristique de non compensation c'est-à-dire qu'il existe un ensemble de critères principaux qui doivent être présents dans la présentation initiale des projets. Sans évaluer la valeur de ces critères, le BA élimine le projet qui ne présente pas des informations sur un des huit critères indispensables. Il réduit ainsi la quantité des projets qu'il reçoit (Maxwell et Lévesque, 2014).

Chen, Yao, et Kotha (2009) analysent l'interaction entre investisseur et porteur en utilisant la théorie de la persuasion. Ils avancent que l'investisseur possède des schémas cognitifs implicites intégrant les composantes affectives et cognitives de la passion de l'entrepreneur. La composante cognitive représente l'effort intellectuel mis dans la réflexion autour du projet et la composante affective représente l'émotion qui l'anime durant la présentation. Pour eux, la passion perçue par le BA durant la présentation du dossier par le porteur se limite à sa composante cognitive. Le BA évalue la qualité de la présentation, sa cohérence, sa clarté et il en déduit le degré d'efforts mis dans la préparation du dossier.

Les études ci-dessus ont voulu mettre en évidence l'influence des facteurs liés intrinsèquement à la présentation sur la décision des BA. Elles ont montré l'influence non consciente que peuvent avoir des facteurs de présentation sur la perception des BA. L'analyse porte sur la manière dont réagissent les investisseurs instantanément à des indices perçus. Ce sont des réactions qui les éloignent d'un comportement supposé juste d'un investisseur. Ces études rappellent aussi que la fixation que fait l'investisseur sur les éléments du *pitch* est utile dans le cadre d'une sélection initiale (Feeney et al., 1999; Mason et Harrison, 2003; Maxwell et al., 2011; Smith et al., 2010). Des critères d'analyses plus quantitatifs sont censés avoir plus d'importance durant l'analyse des projets qui passeront ce premier filtre (Clark, 2008). Ceci stipule que l'investisseur se laisse guider par son subconscient dans le seul but de trier les projets et non de les évaluer de manière approfondie. La logique pendant ces séances de *pitch* n'est pas réellement évaluative mais sélective. Les paramètres de la perception des BA varient tout au long du processus de décision (Carpentier et Suret, 2015; Harrison et al., 2015).

Très peu d'études ont analysé l'importance de la subjectivité dans le processus d'évaluation approfondie des idées entrepreneuriales en *early stage* à notre connaissance. La plupart des travaux ont affirmé que l'analyse approfondie ou l'évaluation par les BA est non-structurée ou subjective comparée à celle des VC formels (Aernoudt, 1999; Feeney et al., 1999; Osnabrugge, 2000). Le BA est un investisseur très intuitif à cause de l'incertitude (Huang et Pearce, 2015; Maxwell et Lévesque, 2014; Mitteness et al., 2012; Morrissette, 2007). Paul, Whittam, et Wyper (2007) affirment que le BA base la décision sur son jugement personnel impliquant ainsi l'intuition, les émotions et autres variables psychiques. Levie et Gimmon (2008), constatant un décalage entre la pratique et la théorie en lien avec les critères d'investissement, affirment que l'investissement des BA relève essentiellement du *gut feeling*. Des analyses comme celles de la phase de présentation, existent très peu sur la phase d'évaluation approfondie par les BA (Maxwell et Lévesque, 2014). Les conclusions de Hisrich et Jankowicz (1990) portant sur les VC qui qualifient la décision d'investissement à

travers le contenu de leur intuition (structure) n'a pas tellement retenu l'attention. Ces auteurs ont fait une description de la structure du raisonnement d'évaluation des projets. Ils observent une forte présence de relations entre les différents paramètres sous-jacents à l'impression générale des VC. Aucune autre analyse à notre connaissance, n'a mis en avant explicitement cette notion de structure dans le raisonnement depuis Hisrich et Jankowicz (1990). Le sujet a par ailleurs intéressé très peu de chercheurs¹⁷. Cependant, quelques études intéressantes sur la formation de la perception des BA méritent d'être précisées : d'une part les analyses portant sur l'émergence de la confiance dans l'identification des opportunités d'investissement (Harrison et al., 1997; Maxwell et Lévesque, 2014; Scarbrough et al., 2013) ; d'autre part l'analyse de Huang et Pearce (2015) sur le jugement intuitif des BA.

La confiance s'est invitée dans les mécanismes d'évaluation des firmes entrepreneuriales pour répondre à l'asymétrie d'information et au risque d'agence élevé qui les caractérisent (Bammens et Collewaert, 2014; Ding et al., 2015; Fiet, 1995; Manigart et al., 1997). Il s'agit d'évaluer la nature de la coopération qui peut exister avec les entrepreneurs. Les études qui nous intéressent ici sont celles qui décrivent la manière dont émerge ce sentiment de confiance. Harrison et al. (1997) utilisent les protocoles verbaux pour expliquer l'émergence de la confiance à l'étape de la sélection initiale dans le cadre de l'investissement informel. A cette étape, le temps est très court pour permettre à une confiance relationnelle de se développer. Pour contourner cette contrainte temporelle, une confiance dite transactionnelle¹⁸ va émerger à deux niveaux. Au premier niveau, elle se développe grâce au référent qui recommande la firme entrepreneuriale. Les qualités du référent permettent de jauger la crédibilité du dossier. Au second niveau, la perception de la confiance est reliée à l'utilisation de deux types d'arguments de raisonnement : les préconceptions et les inférences. Les préconceptions sont des connaissances antérieures utilisées par l'investisseur à des fins d'évaluation. Les inférences sont des propos de raisonnement qui constituent des jugements sur un objet donné. En lisant le dossier du projet, les préconceptions de l'investisseur lui permettent d'évaluer l'utilité du projet et les risques afférents. Les inférences portent sur les compétences de l'équipe projet et se nourrissent essentiellement des informations fournies ou pas dans le dossier. Elles peuvent être justes ou pas. Les préconceptions sont ancrées dans des connaissances possédées par l'investisseur alors que les inférences se basent sur les

¹⁷ L'étude est citée 181 selon *google scholars*. Par comparaison, l'étude de Hall et Hofer (1993) portant sur les critères de sélection est citée 553 sur le même moteur de recherche. L'article de Fried et Hisrich (1994), relative aux critères de décision est cité à 736 reprises. Ceci illustre le fait que les chercheurs préfèrent étudier les critères de décision que le processus réelle de formation de la perception.

¹⁸ La confiance transactionnelle est celle qui émerge de façon ponctuelle pour les besoins d'une opération dans l'intérêt des différentes parties. Elle s'oppose à la confiance relationnelle qui nécessite un historique de collaboration entre des individus (Harrison et al. 1997).

informations existantes dans le dossier. Le degré de confiance durant la sélection initiale est donc la résultante de la notoriété du référent, des préconceptions en rapport avec l'utilité de l'idée et les risques, et des inférences faites sur les compétences des entrepreneurs. C'est ainsi que Harrison et al. (1997) vont décrire l'émergence de la confiance durant la sélection initiale. Il faut replacer ces résultats dans leur contexte puisque leur analyse intervient à un moment où les nouvelles formes d'organisation des BA (réseaux, syndicats) étaient peu nombreuses.

Scarborough et al. (2013) étudient les sources de la confiance sur l'ensemble du processus d'investissement dans les firmes entrepreneuriales technologiques. Ils font une analyse inductive basée sur des entretiens semi-structurés avec des investisseurs en *early stage* (BA et VC). Dans les phases de présélection ou sélection initiale, les facteurs de confiance sont d'ordre institutionnel. Ces facteurs sont relatifs à des informations publiques et codifiées qui donnent un premier signal sur la qualité de l'idée. Il s'agit de savoir si l'idée vient d'une institution de recherche réputée et s'il existe une stratégie de protection intellectuelle. Ces informations permettent de comparer les projets entre eux en fonction de normes établies (d'où le caractère institutionnel). La confiance en *early stage* émerge aussi de la réputation des référents et de la place des entrepreneurs dans le réseau de leur affaire. A l'étape d'évaluation approfondie, la confiance est de nature processuelle. Elle émerge à travers les différentes négociations entre les parties prenantes et la propension des porteurs à échanger les informations justes sur leurs compétences, leurs intentions et leurs objectifs poursuivis. La proximité et la collaboration entre les acteurs permettent de faire émerger un certain degré de confiance grâce à l'information privée produite. Alors que la confiance initiale se base sur des caractéristiques statiques, elle devient beaucoup plus dynamique dans la phase d'évaluation approfondie.

Maxwell et Lévesque (2014) utilisent une télé-réalité canadienne sur les interactions entre les BA et les entrepreneurs. Ils considèrent que les BA interagissent avec les porteurs entre 15 à 75 minutes pour évaluer la qualité de leur relation future. En effet, à l'issue de l'émission, les projets gagnants recevaient réellement des financements de la part des évaluateurs. Le modèle est orienté sur ce que l'entrepreneur fait, c'est-à-dire l'action entrepreneuriale. La confiance est décrite comme émergente sur la base du comportement des entrepreneurs pendant les interactions avec l'investisseur. Pour ces auteurs, le BA procède à un audit intuitif dans son évaluation approfondie des projets. Il suppose une base initiale de confiance et il analyse progressivement les comportements susceptibles d'influencer positivement ou négativement cet *a priori* (base initiale de confiance). Il va ainsi extraire une

perception du risque d'agence qui peut caractériser la relation future probable avec le porteur. L'interaction est une constellation de comportements qui sont exposés ci-dessous :

- des comportements qui créent la confiance (*trust building behaviors*).
- des comportements non intentionnels (oublis) qui endommagent la confiance (*trust damaging behaviors*) : il s'agit d'anticipations sur le comportement du porteur qui ne sont pas finalement avérées. Le BA essaie de proposer des mécanismes de contrôle quand le comportement dommageable est relié aux compétences du porteur.
- des comportements intentionnels qui violent la confiance (*trust violating behavior*). Leur présence empêche l'accord sur le financement. Ils entraînent la fin de l'interaction. L'investissement n'interviendra dans de rares cas que si le BA prend entièrement le contrôle du capital de la firme pour mener l'affaire.

Maxwell et Lévesque (2014) insistent sur les compétences comme la dimension de la confiance la plus influencée dans l'interaction BA-entrepreneur. Les comportements qui y sont liés sont le bénévolat, le partage des valeurs et la réceptivité de l'entrepreneur. Ils influencent plus la propension à l'investissement. Cette étude, par rapport aux deux autres présentées, décrit la possibilité de remédier à la rupture de la confiance entre les parties. Elle donne davantage de détails sur les types de comportements qui font émerger la confiance contrairement aux deux autres.

L'étude de Huang et Pearce (2015) est la dernière à notre connaissance ayant analysé la décision du BA comme un réel processus de perception incluant de la subjectivité. Ces auteurs font une analyse qualitative inductive avec un corpus composé de 28 entretiens structurés avec les BA expérimentés et des données d'observations de réunions mensuelles au sein de 5 groupes de BA américains. Selon ces auteurs, le BA ne procède pas à une analyse détaillée et informative du *business* mais réagit à un *gut feeling* (intuition) ancré dans son expérience. Cette stratégie de décision dans ce contexte de risque inestimable combine : une approche intuitive portant sur évaluation personnelle de l'entrepreneur ; et une analyse formelle basée sur des informations *hard* issues du *business plan* permettant d'avoir une mesure numérique de l'affaire. Pour ces auteurs, la meilleure configuration est quand les deux composantes concourent à la même conclusion : positive ou négative. En cas de contradiction, le BA expérimente une dissonance cognitive qu'il cherche à résoudre en décrédibilisant les informations *hard* pour donner la priorité à son évaluation personnelle.

Le tableau 4 ci-dessous résume les grands traits des études que nous avons présentées et que nous considérons comme pertinentes dans la compréhension de l'opportunité d'investissement dans les firmes entrepreneuriales.

Tableau 4 : Récapitulatif des 4 études sur le processus de perception des investisseurs informels (Source auteur)

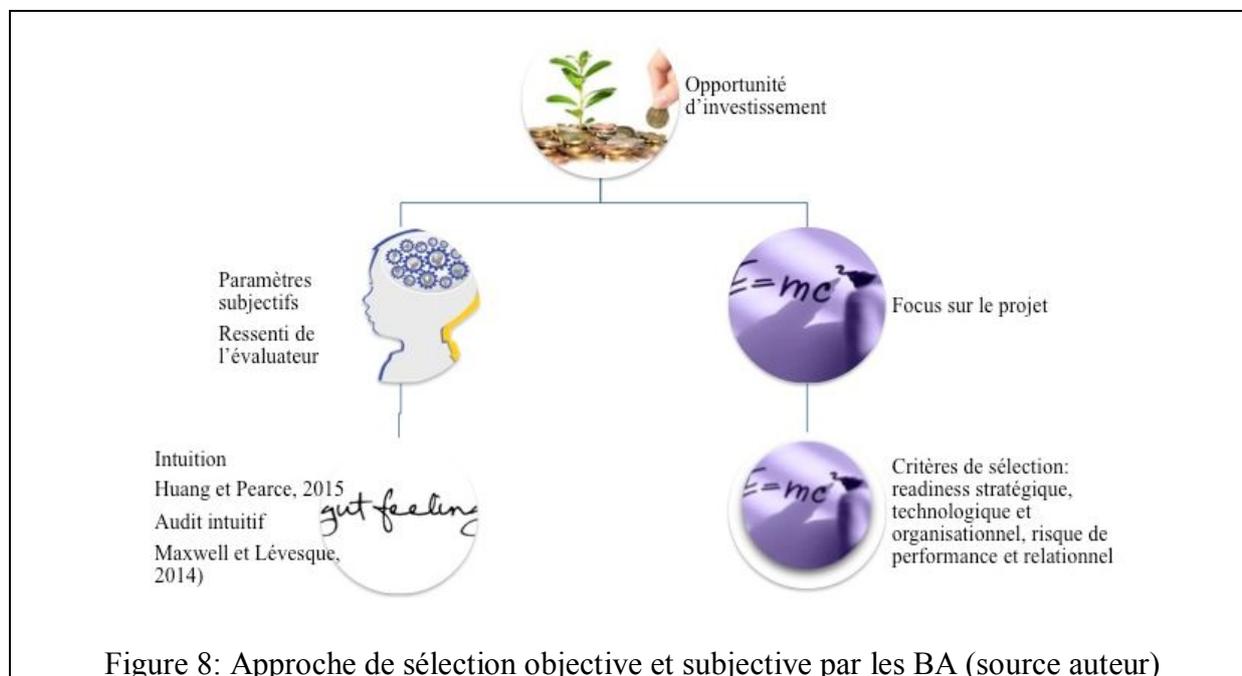
Auteurs	Contexte	Résultats principaux	Commentaires et critiques
Harrison et al. (1997)	<p>Protocol verbal avec un cas d'investissement avec 10 BA en UK.</p> <p>Objectif : identifier dans les propos des BA, les facteurs reliés à la confiance dans la phase de sélection initiale.</p>	<p>Sources de la confiance :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Importance des qualités du référent ; • Importance des préconceptions issues de l'expérience du BA • Importance des inférences basées sur des informations inscrites dans le dossier. 	<p>Mise en évidence des éléments du raisonnement du BA.</p> <p>Faiblesses : Contexte très différent du fonctionnement actuel (pas de domination des réseaux et syndicats de BA en 1997)</p> <p>Focalisation seulement sur la sélection initiale.</p>
Scarborough et al. (2013)	<p>Analyse inductive basée sur des entretiens semi-ouverte avec la méthode des incidents critiques. 36 participants (BA et VC expérimentés)</p> <p>Objectif : étudier les sources de confiance sur l'ensemble du processus d'investissement informel en <i>early stage</i> des firmes innovantes.</p>	<p>Sources de confiance :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Phase de sélection initiale : sources institutionnelles et informations du réseaux sur les caractéristiques de l'idée ; • Phase d'évaluation approfondie : confiance processuelle basée sur des échanges d'informations et la qualité de la relation entre les acteurs. 	<p>Mise en évidence des sources de la confiance sur l'ensemble du processus.</p> <p>Faiblesses : Focus sur des firmes technologiques.</p> <p>Considère les projets comme des liens que l'on choisit de garder ou pas à chacune des étapes du processus. Ce qui n'est peut être pas vrai dans tous les cas.</p>
Maxwell et Lévesque (2014)	<p>Observation des 54 interactions entre des BA et des porteurs de projet au cours d'une télé réalité Dragon's Den</p> <p>Objectif : que fait l'entrepreneur pour que le BA puisse lui faire confiance.</p>	<p>Trois types de comportements font émerger la confiance :</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Trust building behaviors</i> : confirme <i>l'a priori</i> de confiance • <i>Trust damaging behaviors</i> : le BA propose des mécanismes de contrôle de l'action de l'entrepreneur • <i>Trust violation behaviors</i> auxquels le BA remédie en prenant le contrôle total du capital. 	<p>Donne une catégorie des différents types de comportements qui créent influence la confiance.</p> <p>Faiblesses : Porte sur une télé-réalité, se limite aux premières interactions entre les parties.</p>
Huang et Pearce (2015)	<p>28 entretiens avec des BA expérimentés + observations dans 5 réseaux.</p> <p>Objectif : comprendre la stratégie de raisonnement du BA face à l'incertitude extrême des projets en <i>early stage</i>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Deux composantes dans le raisonnement des BA : l'intuition qui porte sur les compétences de l'équipe ; analyse formelle basée sur le plan d'affaires. • Décision= confrontation entre les deux composante du raisonnement. • Suprématie de la composante intuitive dans tous les cas. 	<p>Première étude à analyser le style de raisonnement</p> <p>Faiblesses : Focus sur la fin du processus et non son déroulement. N'explique pas le déroulement de la stratégie cognitive.</p>

Ces études se distinguent par leur intérêt pour le processus d'émergence d'un jugement ou d'un ressenti de l'investisseur sur les projets. Elles ont aussi pour point commun l'importance de la compétence des porteurs de projet. Elles mettent l'accent sur les comportements réels d'investissement en évitant de faire une analyse en termes de biais. Elles vont au-delà de l'explication de réactions soudaines subconscientes qui caractériseraient le comportement des investisseurs durant les *pitches*. Il s'agit de réelles compétences d'évaluation face à l'incertitude. Cependant, elles diffèrent sur plusieurs plans. Les trois premières visent la gestion de l'asymétrie d'information et des risques d'agence. En donnant cette orientation à leurs analyses, ces études n'ont pas su intégrer la contrainte imposée par l'incertitude subjective autour des firmes entrepreneuriales selon nous. Elles ne décrivent pas comme Hisrich et Jankowicz (1990), le processus cognitif de traitement de l'information. Elles restent trop cantonnées à une logique de décision prédictive en délaissant le « pourquoi » du comportement observé. La stratégie cognitive retient très peu leur attention. Harrison, Dibben et Mason (1997) évoquent des aspects cognitifs dans leur analyse mais ils se focalisent essentiellement sur l'importance des référents dans l'accès à l'information crédible. Ces différentes études montrent par ailleurs qu'il faudra accorder plus d'importance aux interactions entre investisseurs et investies afin de mieux comprendre le comportement d'investissement des BA. L'analyse de Huang et Pearce (2015) est particulièrement intéressante pour nous parce qu'elle évoque un processus de construction de sens dans la décision des BA. Elle s'appuie sur les conclusions de Elsbach et Kramer (2003) sur l'évaluation *in situ* de la créativité d'autrui lorsque des informations objectives pertinentes n'existent pas. Elsbach et Kramer (2003) concluaient déjà que le jugement dans ce cas est la combinaison de deux processus à savoir : un processus de *matching* avec une représentation mentale existante et un processus d'évaluation de l'éventuelle relation entre les parties prenantes au projet. Le premier processus est considéré par Elsbach et Kramer (2003) comme objectif parce que se basant sur des indicateurs précis et bien connus dans une industrie donnée alors que le second est plus intuitif et subjectif. Navis et Glynn (2011) évoquent un processus de *sensemaking* chez l'investisseur. Pour eux, toute la tâche consiste à jauger la plausibilité d'une identité entrepreneuriale, cette dernière désignant la constellation des propos sur le porteur, la firme et l'opportunité de marché d'une firme entrepreneuriale. Dans des contextes totalement nouveaux et donc incertains, l'objectif du *sensemaking* devient la plausibilité d'un état futur et non la précision de la prévision du succès de la firme entrepreneuriale (Stigliani et Ravasi, 2012). La logique prédictive est encore une fois remise en cause. L'objectif de l'évaluation du projet en *early stage* a changé. La plausibilité, dans le

cadre de la nouvelle idée entrepreneuriale, a deux composantes à savoir la légitimité et l'équivocité (Navis et Glynn, 2011). Le besoin de légitimité vient ancrer l'identité entrepreneuriale dans le passé ou une configuration connue alors que l'équivocité vient confirmer son unicité. On peut remarquer qu'avec la prise en compte du couple investisseur-investie, la conception même de la décision d'investissement a changé. On n'est plus dans une logique de sélection ou de choix, mais plutôt de *sensemaking* autour de la plausibilité. La littérature a donc pris conscience de cette incapacité à prédire le succès. L'investisseur essaie d'entrevoir un futur plausible et dans ce cas, les processus cognitifs jouent un rôle central.

Les approches orientées vers l'identification des critères de la décision des BA ont conclu largement que le facteur le plus important dans sa décision est l'entrepreneur avec ses qualités. Cependant, elles ont été limitées par le fait de vouloir toujours trouver des mesures numériques. Ainsi, elles se sont cantonnées à des éléments comme son expérience (entrepreneuriale, industrielle et managériale), ses formations, son réseau ou ses connexions avec l'environnement etc. Les études ont demandé au BA de pondérer l'importance des différents critères dans sa sélection des projets et ses opinions étaient collectées par des échelles de Likert. La prégnance de facteur humain a progressivement conduit à des études plus précises sur ce facteur. Le couple investisseur-investie devient donc objet d'analyse. Les études ont permis de comprendre comment le BA perçoit les porteurs de projet en situation. Elles se sont majoritairement limitées à l'analyse du *pitch* pour la sélection initiale. Elles ont fait émerger les carences d'orateur qui peuvent pénaliser l'accès au financement. Les études portant sur les *pitchs* ont introduit l'importance de la subjectivité dans la décision d'investissement en *early stage*, mais cette subjectivité est traitée comme un simple argument de sélection initiale. Ces études ont postulé que les phases de *due diligence* de BA doivent être plus orientées par des données dites *hard* ou quantitatives. Les analyses empiriques qui vont introduire le subjectif comme paramètre d'analyse approfondie sont rares. Nous avons rappelé celle de Hisrich et Jankowicz (1990) dont les conclusions sont pionnières selon nous, et qui sont presque tombées dans l'oubli. Huang et Pearce (2015) a pris en compte l'incertitude de l'idée entrepreneuriale (comme absence d'informations) et attribué un rôle important à l'intuition. Ils montrent l'importance de l'action entrepreneuriale dans la perception des investisseurs, c'est-à-dire ce que l'équipe a déjà fait. Les études de Maxwell et al (2014), Harrison et al. (1997) et Scarbrough et al. (2013) en inscrivant leur analyse sous le cadre de l'agence et des asymétries d'information, ignorent explicitement l'influence réelle de l'incertitude. Ces études ne font aucune référence à la *structural relationships* que Hisrich et

Jankowicz (1990) mettaient au cœur de l'intuition dans l'évaluation des projets. Huang et Pearce (2015) font référence à cet article de Hisrich et Jankowicz (1990) pour seulement caractériser l'intuition comme un facteur mystérieux dans l'investissement en *early stage* des firmes entrepreneuriales. En effet, dans un cadre d'incertitude subjective, l'enjeu de la décision n'est la plus réduction des coûts d'agence mais la création subjective du sens en situation (Bonnet et al., 2013). Et c'est dans la compréhension de cette subjectivité que nous pensons que les conclusions de Hisrich et Jankowicz (1990) sont d'un très grand apport. D'autres études sont restées théoriques, ce qui démontre aussi de la difficulté méthodologique qui s'impose en voulant connaître le processus cognitif réel de décision chez le BA. La figure 8 suivante résume nos propos sur l'évaluation des projets entrepreneuriaux.



Section 3 : Conclusion du chapitre : le gap dans la littérature et la problématique de recherche

Le BA est aujourd'hui cet investisseur qui peut jouer un rôle important dans l'accompagnement de la jeune firme entrepreneuriale. Nous parlons bien du BA capable d'identifier une opportunité d'investissement en amorçage. Il investit non seulement du *cash* mais aussi du temps dans l'accompagnement stratégique de la firme. C'est d'ailleurs la possibilité de pouvoir mettre au service de l'équipe entrepreneuriale l'ensemble de ses expertises qui explique son comportement atypique d'investisseur. Il va chercher ces

opportunités rares malgré l'incertitude qui les entoure. Même si certains aspects de caractérisation de l'acteur appellent encore des débats, la littérature cerne presque parfaitement ce qui singularise cet investisseur. Par contre, des incompréhensions subsistent sur sa faculté à identifier des opportunités d'investissement là où d'autres investisseurs interviennent très peu, c'est-à-dire le *early stage*.

Le phénomène de la perception en finance lorsqu'il s'agit de l'évaluation des projets d'innovation semble être une tâche complexe. La perspective basée sur les critères a énuméré des paramètres objectifs qualifiant le projet et qui sont aujourd'hui peu pertinents dans la décision de prise de participation en capital (Kirsch et al, 2009). La perspective du couple investisseur-projet est bien plus prometteuse. Dans un premier temps, elle est conduite selon une approche behavioriste c'est-à-dire que les auteurs vont décrire des comportements qui semblent éloigner l'investisseur de la bonne façon de faire (Levie et Gimmon, 2008). Il existe des travaux sur les heuristiques compensatoires, les heuristiques visuelles etc. Les travaux traitant de la subjectivité de l'investisseur se limitent à la phase de *pitch* ou de sélection initiale et avancent que la *due diligence* serait plus axée sur des analyses systématiques du *business plan*. Parallèlement le BA est traité comme un investisseur subjectif et intuitif. Les facteurs psycho-cognitifs sont très peu mobilisés dans les travaux nonobstant leur importance proclamée. A notre connaissance, seules les études de Huang et Pearce (2015), Maxwell et al (2014), Harrison et al. (1997) et Scarbrough et al. (2013) ont appliqué une analyse psychologique du processus de décision des BA. Elles ont voulu cerner empiriquement le processus cognitif en situation de cet investisseur afin de comprendre comment le BA s'adapte à un contexte assez spécifique de choix. Les autres études (Navis et Glynn, 2011; Stigliani et Ravasi, 2012) demeurent théoriques tout en décrivant l'importance d'un processus mental.

Ces études récentes ont donc voulu ancrer la prégnance des facteurs subjectifs dans un cadre théorique pertinent : la théorie bi-systémique. La subjectivité va être ainsi considérée comme la manifestation de l'intuition ou du *gut feel* de l'investisseur en lien avec l'équipe (Elsbach et Kramer, 2003; Huang et Pearce, 2015; Navis et Glynn, 2011). L'identification du potentiel créatif des idées à leur démarrage va combiner l'intuition (le ressenti) et les valeurs objectives calculées (comparaison par rapport à des indicateurs connus). En faisant intervenir la composante intuitive, les auteurs ont aussi fait muter le cadre d'analyse du comportement du BA d'une logique de sélection ou de choix à une logique de création de sens. Ainsi pour Navis et Glynn (2011) et Stigliani et Ravasi (2012), l'évaluateur interprète des situations nouvelles en créant du sens intuitivement afin d'inférer le futur de la firme entrepreneuriale.

L'intuition trouve facilement sa place dans ce débat parce qu'elle permet, dans des contextes de décision complexe, d'augmenter le degré de certitude des acteurs sur leurs réponses nonobstant leur incapacité à l'expliquer (Hodgkinson et al., 2008). Face à un nouveau projet de firme entrepreneuriale, le BA va avoir une intuition sur le potentiel dont il regorge afin d'envisager un investissement.

Les études ci-dessus mentionnées ont pour mérite de reconnaître et de prendre en compte l'incertitude de l'idée entrepreneuriale en amorçage. Cependant, l'analyse de l'incertitude que nous avons faite dans le chapitre 1 nous précise qu'elle oblige l'acteur à adopter non seulement des catégories d'inputs décisionnels particulières mais aussi à adopter une démarche spécifique de traitement de l'information. Le style de raisonnement de l'individu est lui-même contraint par l'incertitude. La perception de l'investisseur doit être la résultante d'une compétence d'évaluation subjective. L'incertitude exige une certaine subjectivité de la part d'un évaluateur compétent. Cette subjectivité se manifeste par exemple à travers les *structural relationships* de Hisrich et Jankowicz (1990). Nous avons donc décrit l'opportunité d'investissement du BA comme indissociable d'une compétence d'évaluation qui lui est propre. Seuls les individus capables d'adopter un style de raisonnement donné, sont compétents pour une telle décision d'investissement. Il existe des caractéristiques et des capacités cognitives déterminant le comportement des investisseurs en capital (Miloud et al., 2012). L'investisseur informel, en fonction de son expérience, a des capacités cognitives qui orientent son processus de sélection (Bonnet et al., 2013). Son appareil cognitif va l'aider à faire émerger de nouvelles informations susceptibles de guider sa décision. Les simples heuristiques de représentativité, d'ancrage et de disponibilité n'expliquent pas son raisonnement (Smith et al., 2010). Pour Stigliani et Ravasi (2012), la logique de création de sens qui s'impose en incertitude est un style de raisonnement particulier qui consiste à manipuler des objets et informations externes afin de produire des artefacts ou concepts nouveaux susceptibles d'orienter l'action. D'ailleurs, la notion d'intuition revêt elle-même une signification processuelle, c'est-à-dire qu'elle désigne aussi le traitement de l'information d'une façon autre que rationnelle (Dane et Pratt, 2009). Une capacité cognitive ne se limite pas au stock de connaissances possédées mais aussi prend en compte l'utilisation effective de ce savoir. La faculté à « affronter » l'incertitude s'explique par la manière dont l'acteur organise la sélection et le traitement de l'information (Dane et Pratt, 2009; Maitlis, 2005) afin de faire migrer l'inconnu vers le connu (Huang et Pearce, 2015). Cet aspect processuel qui vise à s'intéresser à la forme du raisonnement et non seulement à son contenu, n'a pas encore été étudié chez le BA dans l'état actuel de nos connaissances. L'étude de Huang et Pearce

(2015) s'en rapproche le plus mais est incomplète selon nous. Elle décrit bien les deux composantes principales (intuition et mesure métrique objective) mais ne clarifie pas comment le BA en *early stage* arrive à ces deux éléments qui sont par définition des *outputs* de la réflexion. Le ressenti intuitif sur l'équipe doit, pensons-nous, provenir d'un processus cognitif spécifique. L'origine de la mesure métrique objective par contre est décrite par l'analyse financière. En maintenant les deux processus comme distincts, nous pensons que l'analyse de Huang et Pearce (2015) reste obscure sur la manière dont le BA ou sa cognition choisit et relie les informations auxquelles il a accès pendant l'évaluation approfondie. C'est le mythe de la « boîte noire » du preneur de décision qui continue. Nous ignorons la réelle stratégie cognitive en œuvre alors que c'est elle qui semble la plus contrainte par l'incertitude des firmes entrepreneuriales. Tout se passe comme si nous connaissons les *inputs* (décrits par les études sur les critères de décision et les premières approches subjectives de la décision du BA) et les *outputs* (le ressenti ou l'intuition et la valeur métrique objective). Le parcours de l'*input* à l'*output* est inconnu. Ce parcours est caractérisé de jugement parce qu'il est inexplicable par l'acteur (Mintzberg, 1976). Et pourtant les appels à la compréhension de ce parcours existent. Rappelons celui de Moesel et Fiet (2001) qui appelait à une prise en compte des représentations mentales pour comprendre la création du sens autour des projets en *early-stage* par les capitaux-risqueurs. Cette étude n'a fait l'objet de citation que 8 fois sur le moteur de recherche *Google scholars* et la plupart du temps par des livres. Ce qui dénote le peu d'intérêt que le sujet a suscité jusqu'à nos jours malgré son importance théorique.

Le BA est une catégorie d'investisseurs qui choisit volontairement de s'impliquer à la phase de démarrage des firmes entrepreneuriales (Bonnet et al., 2013) contrairement à d'autres investisseurs. Nous pouvons en déduire que sa stratégie pour faire face à l'incertitude consiste à minimiser le risque grâce à ses connaissances et croyances (Lipshitz et Strauss, 1997). Sa démarche d'analyse porte en elle le sens même d'une opportunité d'investissement en lien avec une firme entrepreneuriale. Cette thèse veut donc combler le *gap* dans la littérature en explorant la perception du potentiel des idées entrepreneuriales en phase d'amorçage. Elle veut améliorer la connaissance sur l'identification des opportunités d'investissement en analysant la boîte noire du BA. La problématique principale est donc la suivante : « *comment le Business Angel sélectionne et traite les informations autour d'un projet entrepreneurial en early stage afin d'y déceler une opportunité d'investissement ?* ».

Cette question veut donc analyser le processus réelle de *due diligence* ou d'évaluation approfondie des projets par le BA en amorçage. Nous nous intéressons à sa stratégie cognitive contrainte par l'incertitude exacerbée autour de ces projets afin de mieux cerner l'objet qui est

l'opportunité d'investissement en *early stage*. Pour ce faire, nous mobilisons la littérature en psychologie cognitive avec des concepts qui explicitent comment l'individu compétent essaie de créer subjectivement du sens afin de décider dans des contextes d'incertitude ou d'ambiguïté.

CHAPITRE 3 : L'APPAREIL PSYCHO-COGNITIF ET L'IDENTIFICATION DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT EN EARLY STAGE

Etudier la décision consiste à s'interroger sur l'élaboration d'un choix chez un acteur confronté à un problème. Le paradigme de la pensée rationnelle a pendant longtemps fondé les travaux sur cette prise de décision (Chaston, 2009; Salas et al., 2010). Il définit les hypothèses suivantes : les individus peuvent faire des choix optimaux maximisant leur utilité individuelle ; le marché de l'information est parfait, c'est-à-dire que les indicateurs sont disponibles sur le marché pour décider (Lebraty, 2007; Simon, 1987). *L'homo economicus* ou l'homme économique est ainsi capable de collecter des informations pertinentes disponibles en rapport avec l'ensemble des alternatives possibles, de les analyser à travers des modèles préexistants, de les comparer et de choisir celle qui maximise son gain de façon délibérée¹⁹ (Giordano et Musca, 2012). L'approche est normative puisqu'elle veut décrire le processus à emprunter pour faire le meilleur choix. Elle est d'ordre analytique et peut s'enseigner (Lebraty et Lebraty, 2007). La première entorse faite à ce modèle vient des travaux de Herbert Simon (1947) incontournables en management. Ils mettent en évidence l'importance des aspects psychologiques et comportementaux du décideur en popularisant l'idée d'une décision satisfaisante plutôt qu'optimale (Lebraty, 2007). Simon fait remarquer que le modèle de rationalité objective n'est pas applicable à la réalité. Il développe son modèle de rationalité limitée où le décideur ne considère que quelques alternatives dans son choix à un moment donné. L'approche classique de la décision peine à rendre compte de certains contextes de décisions caractérisés par l'ambiguïté et l'incertitude (Foss et Klein, 2012; Frantz, 2003; Mintzberg et al., 1976; Sadler-Smith et Sparrow, 2007). L'intuition va émerger comme concept théorique pour expliquer l'efficacité de certaines décisions en dehors des postulats classiques.

L'évaluation des projets en *early stage* par les BA échappe aux principes classiques rationnels parce qu'elle est moins analytique et plus personnelle (Morrissette, 2007; Paul et al., 2007). L'absence de définition claire des prix de l'*output* de l'innovation sur un marché rend cette évaluation totalement subjective (Tyebjee et Bruno, 1984). Paul, Whittam, et Wyper (2007) affirment que le BA base sa sélection sur son jugement personnel, impliquant ainsi l'intuition, les émotions et autres variables psychiques. Levie et Gimmon (2008), constatant un décalage entre la pratique et la théorie en ce qui concerne les critères

¹⁹ Délibérée : capacité à discuter les différentes options afin de choisir celle qui maximise l'utilité du décideur

d'investissement, affirment que l'investissement des BA relève essentiellement du *gut feeling*. L'évaluation des firmes entrepreneuriales est qualifiée d'intuitive (Van Osnabrugge, 2000) et nous commençons à peine à cerner le déroulement de ce processus de perception du potentiel des idées innovantes (Huang and Pearce, 2015).

La psychologie cognitive refuse de cantonner le preneur de décision à un instrument computationnel dans un environnement modélisable objectivement (Salas et al, 2010 ; Laroche et Nioche, 2006). Elle explique la décision par la cognition ou « le monde intérieur » de l'acteur. L'acteur est doté d'une compétence particulière pour prendre une décision efficace lorsqu'aucun autre modèle n'est valide. Le jugement intuitif ou intuition devient un processus important de décision. Il élargit l'univers des capacités de réflexion de la mémoire humaine, repousse les limites du comportement décisionnel de l'humain afin d'améliorer sa rationalité procédurale (Frantz, 2003; Simon, 1955). C'est un mode de choix plus adapté à la prise de décision stratégique parce qu'il est plus rapide, moins stressant, plus accommodant et plus adapté aux données (Mintzberg et al., 1976).

La définition d'une décision intuitive part d'une distinction claire entre le paradigme behavioriste et le paradigme de la psychologie cognitive (1). Sa conceptualisation a évolué à travers diverses écoles de pensée qui vont permettre de la cerner. Diverses caractéristiques peuvent donc être énumérées afin de mieux comprendre cette faculté de décision humaine (2). Un questionnement autour du processus intuitif est cependant nécessaire si l'on souhaite mieux comprendre comment cette approche de décision va au-delà de la connaissance traditionnelle classique en ouvrant des nouvelles portes d'analyse. Nous allons donc explorer les différents processus cognitifs qui tentent de comprendre l'efficacité du jugement intuitif²⁰ (3). L'important n'est pas de critiquer l'existant mais d'expliquer la réalité de la décision organisationnelle et humaine. Il faut explorer dans le détail le pourquoi et la manière dont l'intuition améliore les choix individuels. Nous présentons donc les différents modèles existants du processus intuitif qui sont susceptibles d'expliquer l'investissement en *early stage*. Ces différents points développés viennent nourrir notre problématique générale posée à la fin du chapitre 2 afin de formuler les questions de recherche.

²⁰ Dans ce document, jugement intuitif et intuition ont la même signification. Nous les utilisons de façon interchangeable.

Section 1 : La décision en incertitude : d'une approche comportementale à une analyse psycho-cognitive.

L'approche du jugement intuitif que nous adoptons dans cette partie se loge sous les postulats de la psychologie cognitive. Il est nécessaire de les distinguer de l'école comportementale de la décision ou behaviorisme.

1.1. Le behaviorisme

La pensée behavioriste trouve son origine dans les travaux de Ivan Pavlov (1849-1936) et John Broadus Watson (1878-1958) (Gendre-Aegerter, 2008). Elle confine le choix humain dans un contexte de stimulus-réaction (Bargh et Ferguson, 2000). Il postule que les stimuli sont externes (environnementaux) et que l'acteur ne fait que réagir à ces derniers parfois inconsciemment. Le behaviorisme n'attribue aucun pouvoir explicatif à des variables internes à la cognition de l'acteur. C'est un courant de recherche qui veut décrire la nature humaine en termes d'événements et d'entités observables (Quinlan et Dyson, 2008)²¹. L'exemple suivant de ces auteurs illustre bien la logique behavioriste : « *dire que Mr A est intelligent revient juste à observer que Mr A réagit de façon intelligente.* ». L'individu reste "la boîte noire" comme sous les postulats de l'économie classique. Exposé aux informations, il développe des voies de réponses ou heuristiques en situation de décision. Ces heuristiques conduisent à des erreurs en incertitude (Ethier, 2014). Le behaviorisme insiste sur les mécanismes externes orientant la décision humaine et organisationnelle (Simon, 1955). Prenons par exemple l'effet *framing* qui sous le paradigme de l'approche comportementale de la décision, mesure comment les acteurs utilisent l'information pour décider (Kahneman, 2003b; Ricciardi et Simon, 2000). Les expériences ont démontré que le fait de présenter les arguments d'une situation de façon négative induit un comportement différent de celui qu'on observe si les arguments ont une connotation positive. Il a ainsi été déduit que la réaction de l'individu est fonction du format de présentation des indicateurs présents dans le contexte (Quinlan et Dyson, 2008). Sous les postulats behavioristes, le sujet est exposé de façon répétitive à un stimulus et des liens d'association sont établis pour être érigés en théorie ou loi des comportements humains (Quinlan et Dyson, 2008). Le behaviorisme traite la décision humaine dans un système déterministe (Austin et Delaney, 1998; Quinlan et Dyson, 2008). Il la cantonne à un cadre stimuli-réaction avec l'importance d'un caractère écologique, c'est-à-dire que chaque heuristique est pertinente dans un contexte spécifique donné (Engel, 2007).

²¹ Page 9-17 de Quinlan et Dyson (2008) pour la description du courant behavioriste

Les heuristiques les plus évoquées dans la littérature sont : la représentativité, la disponibilité et l'ancrage (Tversky et Kahneman, 1974; Kahneman et Klein, 2009). Trois faiblesses principales sont liées au behaviorisme :

- Aucune tentative d'explicitation du caractère écologique n'est entreprise par les tenants de cette école de la décision humaine (Quinlan et Dyson, 2008).
- Une place trop importante est accordée à la théorie rationnelle normative de la décision dans ce paradigme. En effet, le behaviorisme considère la performance décisionnelle par rapport à un idéal défini à travers un modèle de choix rationnel et décrit la réflexion humaine réelle comme truffée d'erreurs ou biais. D'ailleurs Kahneman (2003b) avance que le modèle de l'agent rationnel reste le point de départ de leur développement. Les recherches ont donc exploré les biais systématiques qui induisent des écarts entre les croyances et les choix réels des individus d'une part et d'autre part les prédictions du modèle de l'acteur rationnel. Le behaviorisme se perd dans des amendements sans fin d'un modèle classique de plus en plus déconnecté de la réalité décisionnelle (Laroche et Nioche 2006).
- L'approche comportementale ne procède pas par des études de cas idiosyncrasiques, mais recherche une généralisation statistique de ses résultats. Elle étudie « l'acteur moyen ». L'homme est considéré comme un outil, un objet ou une machine (Quinlan et Dyson, 2008). Il suffit de connaître les lois d'association et les comportements humains peuvent être prédits.

Nonobstant ces limites, le courant behavioriste reste dans tous les cas une source de connaissances pertinentes. Il est à remarquer que nous tendons de plus en plus vers une approche cognitive qui vient remplacer la stricte « analyse comportementale » de la décision. Par exemple, il existe des travaux qui intègrent aussi bien le cadre stimuli-réaction, mais aussi la cognition de l'acteur pour analyser le comportement économique. La dissonance cognitive par exemple permet d'expliquer la tendance des acteurs à remettre en cause leurs croyances initiales (Ricciardi et Simon, 2000). Cette remise en cause est observée parce que l'individu ressent une certaine gêne cognitive qui le rend anxieux. Il va alors chercher à rétablir un équilibre mental en réduisant cette dissonance cognitive. L'analyse du comportement décisionnel ne doit donc pas être dissociée des aspects psycho-cognitifs. Peut-être qu'il ne s'agit aujourd'hui que d'un changement de rhétorique à opérer puisque l'interprétation de la décision humaine ne néglige presque plus les aspects internes à la cognition humaine.

1.2. La psychologie cognitive

Le courant psycho-cognitif recherche l'origine de la décision humaine dans le système mental du décideur (Bargh et Ferguson, 2000). Elle trouve ses sources selon Gendre-Aegerter (2008) dans les travaux de Jean Piaget (1896-1980) qui développe un paradigme constructiviste du développement humain. La psychologie cognitive défend la thèse selon laquelle l'individu se construit des représentations mentales des différentes situations à travers l'expérience (Maqsood et al., 2004). Il acquiert une capacité de réaction et d'adaptation à travers différents contextes. L'individu va alors appréhender les nouvelles situations en fonction de ses vécus passés et de ses compréhensions (Lebraty, 2007). Les cadres cognitifs préconçus, mais très flexibles par nature, permettent l'interprétation de l'environnement et orientent les choix. La psychologie cognitive, pour percer le mystère de la « boîte noire » humaine, postule qu'elle contient un système de traitement de l'information (Quinlan et Dyson, 2008). Les processus de traitement de l'information servent de variables médianes entre les stimuli perçus et l'action humaine (Vetenbosch et Higgins, 1996). La psychologie cognitive analyse ce système pour comprendre le comportement décisionnel et cerner le processus intercédant entre le stimulus et la réponse (Gendre-Aegerter, 2008). Elle va au-delà du behaviorisme. Les processus mentaux sont ceux qui choisissent, transforment, conservent et assurent la correspondance soit entre la mémoire et les stimuli environnementaux soit entre deux situations à comparer.

L'approche psycho-cognitive défend deux hypothèses principales : la nature abstraite de son objet et le principe de fonctionnalisme (Quinlan et Dyson, 2008).

- D'abord, la pensée de l'homme réside dans son "monde", c'est-à-dire un espace intérieur dans lequel le monde extérieur est représenté d'une certaine façon. Cette première hypothèse attribue une nature abstraite à la psychologie cognitive dissociable des objets physiques du monde. Ainsi, le comportement humain peut s'expliquer par l'analyse du mental selon ce champ de recherche.
- Ensuite, le principe du fonctionnalisme suppose que la compréhension d'un processus cognitif importe si seulement il joue un rôle. Ainsi, le système mental est décrit comme un système de traitement d'informations au service d'une action donnée.

L'opposition entre approche psycho-cognitive et approche classique de la décision découle essentiellement selon Charreaux (2002) de la différence entre information et connaissance. Selon lui et reprenant la distinction faite par Fransman (1998, p. 148), l'information se définit comme « un ensemble de données se rapportant aux états du monde et

aux conséquences contingentes à ces états qui découlent des événements du monde résultant des causes naturelles ou sociales » alors que la connaissance représente « un ensemble ouvert, subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus et contingent à leur modèle cognitifs »²² (Charreaux, 2002 ; p.25). La connaissance est une structure complexe avec des constituants reliés par des liens de divers degré (Smith et al., 2009). La subjectivité humaine est au cœur de la décision économique. Les situations les plus complexes peuvent être représentées en s'appuyant sur les représentations que s'en font les acteurs (Rascol-Boutard et Briole, 2004). La part et la place de chaque concept sont analysées de même que l'interconnexion entre les différents concepts. Les lois qui gouvernent l'action ne sont plus objectives, mais elles découlent de l'expérience de vie de chaque acteur. Les acteurs ne partageant pas *a priori* les mêmes modèles cognitifs, ce courant de pensée permet de mieux expliquer pourquoi certaines personnes vont percevoir des opportunités économiques à un moment donné alors que d'autres sont ignorantes envers ces mêmes situations. Comme Krueger (2007) qui utilise les postulats en sciences cognitives pour expliquer le phénomène de l'entrepreneuriat, nous disons aussi que cette approche possède les clés d'une meilleure compréhension de l'action de l'investisseur individuel qu'est le BA et peut-être pour une amélioration de sa pratique. Pour Palich et Ray Bagby (1995), c'est la spécificité des processus cognitifs des acteurs qui explique la différence entre ceux qui sont capables de détecter les opportunités et ceux qui ne le sont pas.

Le champ de la psychologie cognitive, parmi ses diverses interrogations scientifiques, propose des perspectives d'explication de la décision en situations ambiguës et incertaines²³. Nous avons donc besoin d'ancrer notre analyse sous cette approche scientifique. Plus précisément, nous décrivons comme un processus intuitif, cette stratégie cognitive à travers laquelle le BA va choisir et traiter les informations en lien avec une firme entrepreneuriale afin d'y déceler une opportunité d'investissement.

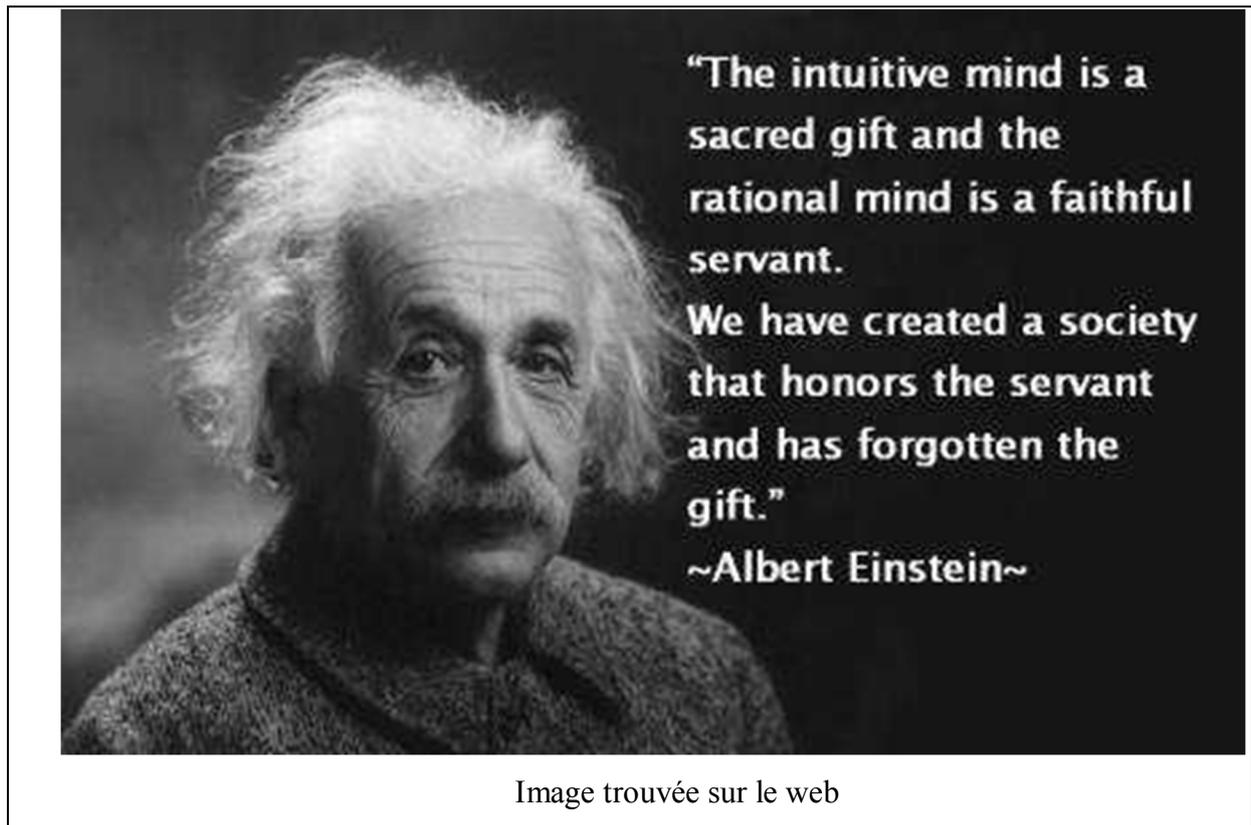
²² L'asymétrie d'information mesure donc une distribution inéquitable des données objectives sur un état du monde mais qui peut se résoudre en recherchant l'information parfois coûteuse. L'asymétrie de connaissances met plutôt l'accent sur les capacités mentales entre acteurs en rapport avec l'interprétation de l'information.

²³ « *When economists only explain what must occur for the hole economy if actors can bear uncertainty, cognitive psychology helps us explains why some persons not others are more willing to escape the ignorance and the paralysis induced by uncertainty* » (Mc Mullen et Shepherd, 2006).

Section 2 : Les diverses perspectives de définition de l'intuition

L'intuition revêt plusieurs significations allant du divin au processus de décision pertinent alternatif au modèle économique classique. Nous essayons ici de cerner les contours du concept.

2.1. Définition générale



Comme le désignent les propos d'Einstein illustré ci-dessus, l'intuition a été considérée pendant longtemps comme un don entouré d'un certain mysticisme. C'est le psychiatre Carl Jung qui en 1920 va la relier à la cognition lorsqu'il identifie les quatre processus mentaux décrivant le comportement humain : la sensation et l'intuition qui définissent comment l'acteur collecte l'information ; la pensée ou le sentiment qui définissent la façon dont il les traite (Canet et al., 2012; Ethier, 2014). Jung affirme que les intuitifs ont une approche holistique des faits. Barnard (1938), manager d'une des plus grandes firmes de l'époque, utilise les termes de jugement par intuition lorsqu'il distingue entre processus logique et non logique (Akinici et Sadler-Smith, 2012). L'intuition expliquerait les performances particulières des managers. Barnard fut parmi les premiers à décrire les aspects positifs de ce mode de décision dans le cadre managérial et le définit comme un processus

complexe, quasi instantané, inconscient et fondé sur l'expérience (Ethier, 2014). Isaack (1978) demanda plus d'analyses autour du concept de l'intuition en management. Pour lui, elle représente une fonction psychologique qui permet de réaliser des combinaisons d'idées disparates qui n'ont jamais été possibles auparavant. Mintzberg (1976) popularise, à travers sa métaphore des hémisphères du cerveau, l'intuition managériale comme un processus de traitement de l'information qui opère de manière relationnelle. Pour lui, le jugement intuitif qualifie toute décision indescriptible par l'acteur et relève de l'hémisphère droit du cerveau. Il rajoute aussi que c'est un mode de décision interne à la cognition d'un seul individu. Selon Coget, Haag, et Gibson (2011), la prise de décision intuitive est le sentiment de savoir avec certitude sur la base d'informations incomplètes et sans réflexions rationnelles conscientes. Pour Grandval et Soparnot (2007), l'intuition c'est le flair, la clairvoyance, la prémonition et l'instinct. Elle permet de voir au-delà des faits, correspond à une sorte de sixième sens et explique l'anticipation. Par intuition par exemple, on entrevoit un marché d'avenir à fort potentiel et c'est la précision de cette anticipation qui permet de juger l'effet de l'intuition. On perçoit un côté mystique dans ces descriptions que nous apportent certains théoriciens.

L'intuition va se conceptualiser ensuite comme tout mode de traitement de l'information autre que le raisonnement analytique séquentiel (Betsch et Glockner, 2010; Epstein, 2010). Les tenants de l'approche de Simon affirment que l'intuition ne renferme rien de mystique puisqu'il s'agit d'une forme de rationalité avec une explication logique (Simon, 1987). C'est le fruit de notre expérience passée cristallisée en habitude. L'intuition découle ainsi de l'expertise acquise par expérience (Burke et Miller 1999 ; Simon 1987). Il existe aussi les tenants de l'approche de Mintzberg qui trouvent en l'intuition un concept plus riche faisant intervenir les notions de perceptions, d'imagination, d'inférence, d'évaluation et relevant de l'inexplicable et de l'irrationnel (Kammoun et Ben Boubaker Gherib, 2008). L'intuition est en ce sens créative. Elle permet de voir au-delà des faits et de « flairer » le futur.

L'intuition est une aptitude cognitive de prise de décision lorsqu'il devient difficile ou impossible de calculer des probabilités d'occurrence des résultats (Foss et Klein, 2012, P.78). Elle est plus adaptée lorsque : il n'existe aucun algorithme de décision ou d'évaluation objective ; la mise en place de la méthode cartésienne existante exige du temps et de l'énergie cognitive ; il n'existe pas de procédé séquentiel ou de modèle de causes à effets ; les indicateurs présents dans une situation sont trop nombreux ou manquants ou redondants et ne s'articulent pas sous la forme d'une séquence linéaire ; la décision nécessite une interprétation subjective du décideur ; la tâche est mal structurée (Blume et Covin, 2011; Burke et Miller,

1999; Dane et Pratt, 2004; Elbanna et al., 2013; Hogarth, 2010; Inbar et al., 2010; Khatri et Ng, 2000; McMullen et Shepherd, 2006; Mintzberg et al., 1976; Sadler-Smith et Shefy, 2004; Sinclair et Ashkanasy, 2005). L'intuition est cette aptitude individuelle qui permet d'affronter l'incertitude définie par l'absence d'informations pertinentes. Elle représente cette démarche de *sensemaking* prospectif qui permet à l'individu de cerner les contextes uniques en affectant une certaine logique subjective au monde pour ensuite prendre une décision et agir (Weick et al., 2005). Dans des contextes uniques, les décisions prises par les acteurs sont individualisées ou subjectives puisque chaque acteur va interpréter différemment les informations, nonobstant le fait que la population soit exposée à des informations de même nature et structurées de la même façon. Le jugement intuitif intervient donc comme une compétence particulière qui permet au preneur de décision d'affronter des contextes de décision complexes et incertaines en jugeant le futur comme personne d'autre (Akinci et Sadler-Smith, 2012; Foss et Klein, 2012; Inbar et al., 2010; Isaack, 1978; Khatri et Ng, 2000). L'importance accordée à l'intuition dans la décision au sein des organisations a été soutenue par le dilemme suivant : la survie de l'entreprise nécessite des prises de décision rapide alors que la rapidité est souvent corrélée avec la perte de qualité de la décision prise (Dane et Pratt, 2004). Plus explicitement, la pression temporelle et les procédures de décision efficaces existantes dans les organisations, sont exclusives. La prise en compte de l'intuition permet alors d'expliquer, comment les acteurs arrivent à de meilleures décisions malgré cette contrainte temporelle qu'ils expérimentent. L'intuition réduit donc la marge d'erreurs de décision quand il n'existe pas suffisamment de temps pour effectuer les analyses nécessaires.

2.2. Les différentes perspectives dans la conceptualisation de l'intuition

La recherche contemporaine sur l'intuition s'organise autour de trois perspectives théoriques selon Akinci et Sadler-Smith (2012) : la *dual processing theory* ou la théorie bi-systémique, *Somatic Marker Hypothesis* (SMH) et la *Natural Decision Making*. Nous rajoutons la perspective de l'intuition comme source de biais.

2.2.1. La perspective de l'intuition biaisée

Sous cette première perspective, le jugement intuitif est décrit comme une heuristique de décision qui aboutit systématiquement à des erreurs cognitives. La cognition humaine est perçue comme victime de biais et d'erreurs (Basel et Brühl, 2013). L'intuition amène le décideur à réduire les tâches complexes de calcul des probabilités et de prévision de valeurs futures en de simples opérations de jugement (Tversky et Kahneman, 1974). Ce qui induit des

déviances par rapport à un modèle standard rationnel normatif (Kahneman, 2003b; Slovic, 1972; Trevis Certo et al., 2008). Elle considère un nombre réduit d'informations et réduit l'effort cognitif (Betsch et Glockner, 2010). Les travaux sous cette perspective expliquent pourquoi l'individu moyen échoue dans la prise de décision pertinente lorsqu'il est dans des contextes complexes, ambigus et incertains. L'approche de l'intuition biaisée définit l'expertise comme la capacité à avoir le jugement le plus proche des prévisions d'un modèle normatif prouvé fiable (Kahneman et Klein, 2009). Elle a été mobilisée dans la littérature sur la cognition entrepreneuriale (Baron 1998; Busenitz et Barney 1997; Forbes 2005). Les entrepreneurs s'engageraient dans des nouvelles idées, malgré les risques élevés d'échec, parce qu'ils utilisent des heuristiques qui biaisent leur perception. L'approche intuitive a aussi servi de base pour les théoriciens en finance comportementale qui expliquent les comportements d'investissement jugés « irrationnels » (DeBondt et al., 2012; Malmendier et Tate, 2005; Schinckus, 2009). Cependant, elle se soucie très peu de la question du sens ou de l'interprétation qui est au cœur du processus de décision selon Laroche et Nioche (2006) et Lipshitz et al. (2001).

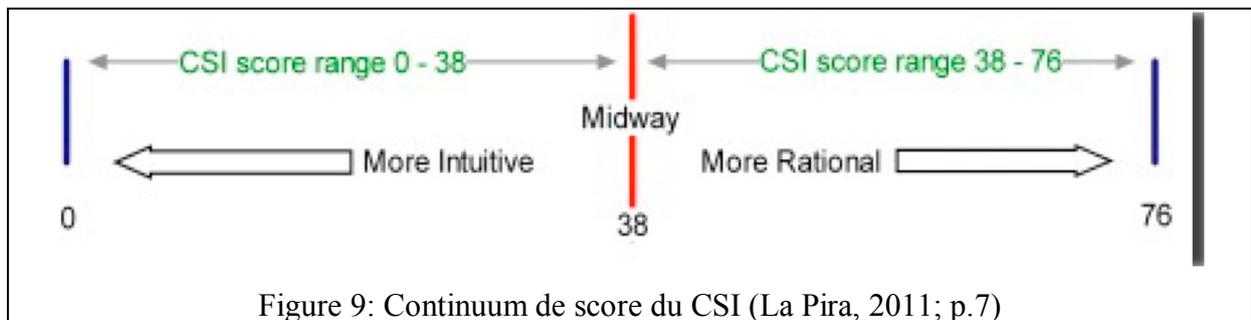
Cette perspective attire l'attention sur les risques d'un recours à l'intuition. Il faut chercher à développer des conditions ou des modes de régulation qui permettent de contrôler l'intuition et réduire les biais. Selon Canet et al. (2012), il y a un risque de désapprentissage parce que les individus finissent par faire les choses par habitude et non par analyse-adaptation. L'acteur décide plus par une heuristique de confirmation en refoulant les indicateurs qui nuancent sa première intuition.

2.2.2. La théorie bi-systémique

Pour certains théoriciens en psychologie cognitive, la compréhension de la décision humaine est passée par la description de son style cognitif (Sadler-Smith, 2004). Ce dernier se définit comme l'ensemble des mécanismes propres à chaque acteur qui représente ses préférences en termes de traitement et d'organisation des informations et de ses expériences (Allinson et Hayes, 1996; Hodgkinson et al, 2008). Selon Vance et al. (2007) et Emsley et Chung (2010), il désigne la manière dont les acteurs utilisent leurs compétences mentales afin de gérer leurs activités quotidiennes incluant la compréhension et la résolution des problèmes. Il se compose des préférences des acteurs en termes de sources d'information et de processus de traitement de ces dernières. Il désigne comment les acteurs collectent, organisent, traitent et évaluent l'information afin de faire des choix, ce qui constitue un élément distinctif de l'humain (Armstrong et Hird, 2009; Samms et Friedel, 2013). Il peut être une caractéristique

stable de l'humain (Emsley et Chung, 2010; Kirton, 1976; Lo et Wang, 2012) mais n'est pas une compétence, c'est-à-dire que le style cognitif n'implique pas de façon *sine qua non* une idée de performance dans la décision (Hayes et Allinson 1994 ; Armstrong, Cools et Sadler-Smith 2012). Il peut néanmoins expliquer la différence de comportement entre les individus. Globalement, il existe deux styles cognitifs : le style intuitif et le style rationnel.

Pour plusieurs auteurs (Allinson et Hayes, 1996; Armstrong et Hird, 2009; Kirton, 1976; Sadler-Smith et al., 2000), le style cognitif est un continuum sur lequel va se positionner un individu de par ses préférences. Des échelles de mesures ont été développées pour trouver le score de chaque acteur (Cognitive Style index ou CSI et le *Adaptator-Innovator* ou KAI). Ci-dessous une représentation du *continuum* de score du style cognitif comme un continuum (Figure 9). Les individus sont soit intuitifs soit rationnels et le demeurent de façon stable.



La conception duale ou bi-systémique s'est développée pour remettre en cause cette unidimensionnalité de la cognition (Ethier, 2014). Elle défend l'idée de deux styles cognitifs de traitement de l'information orthogonaux ou indépendants (Dane et Pratt, 2007; Dijkstra et al., 2013; Emsley et Chung, 2010; Epstein et al., 1996; Ferreira et al., 2006; Hodgkinson et al., 2008; Hodgkinson et Clarke, 2007; Kahneman, 2003a; Vance et al., 2007). Le système 1 est intuitif, expérientiel, associationniste, holistique, averbal, dépendant du contexte, automatique, inconscient, économe en ressources cognitives et indissociable de l'émotion. A travers ce système, l'individu fournit rapidement ses avis sans aucune conscience organisatrice. La perception holistique implique cette capacité à prendre en compte de façon globale et simultanée, l'ensemble des éléments disponibles dans une situation. Le système 2 permet un apprentissage plus facile, délibéré et permet de procéder à des analyses de façon consciente. Il dépend du langage, est ancré dans la pensée logique, est abstrait avec des inférences basées sur des calculs de probabilités objectives et est indépendant du contexte (Kahneman, 2003a; Marcum, 2012). Il accorde une importance particulière aux détails dans

une situation donnée. En ce sens, l'organisation de sa réflexion est dite locale (Sadler-Smith, 2011). Il est lent, analytique, indépendant de l'affect et le raisonnement se fait par classification (Coget et al., 2011; Pacini et Epstein, 1999). Il consiste pour un individu à organiser des informations qui lui sont fournies dans un contexte minutieusement contrôlé et dans une optique d'optimisation. L'éventualité de la considération de nouveaux *inputs* complexifie la prise de décision puisque l'acteur doit d'abord évaluer la pertinence de la recherche de ce nouvel indice en termes d'avantages et d'inconvénients, ce qui peut conduire à un processus plus long (Lipshitz et al., 2001). Les individus analytiques considèrent le monde comme prédictible et divisible avec la possibilité d'avoir le tout à partir de la somme des parts (Vance et al., 2007). C'est le réductionnisme linéaire. Selon la théorie bi-systémique, c'est le système 1 ou l'intuition qui est plus adapté à des contextes de décision mal structurés, complexes et incertains.

L'indépendance des deux styles suppose qu'ils peuvent interagir alors que l'idée de *continuum* écarte toute possibilité d'interaction. Dans un contexte donné de décision, les individus peuvent être soit intuitifs, soit analytiques ou les deux systèmes peuvent déterminer conjointement le comportement de l'individu. Epstein et al. (1996) et Pacini et Epstein (1999) s'inscrivent dans cette approche du style cognitif et contribuent au débat à travers leur échelle de mesure *Rational-Experiental Inventory* (REI). On retrouve aussi des échelles comme le LNTSP (*Linear-Nonlinear Thinking Style Profile*) de Vance et al (2007) et le CoSI (*Cognitive Style Indicator*) de Cools et Van den Broeck (2007) qui épousent l'idée d'interaction entre les styles cognitifs.

Le style cognitif a été repris dans divers domaines scientifiques grâce aux échelles de mesure psychométriques qu'il a fournies. Ce sont des outils de travail largement validés et qui permettent des comparaisons entre des contextes sociaux différents. Pour citer quelques-uns, Pacini et Epstein (1999) démontrent que les femmes sont plus intuitives que les hommes. Löfström (2008) montre que les managers ont un score plus faible sur l'axe analytique comparés aux employés en bas de l'échelle hiérarchique. Il découvre aussi que les plus âgés avaient des scores plus élevés sur l'intuition. Palich et Ray Bagby (1995) démontrent que le score élevé des entrepreneurs sur l'axe intuitif est positivement corrélé avec la perception d'un environnement comme avantageux tandis que la perception de l'environnement comme préjudiciable était positivement corrélée avec le score sur l'axe analytique. L'entrepreneur se démarque ainsi du commun des mortels. Les individus avec des scores plus élevés sur l'intuitif affichent aussi une forte croyance aux superstitions et au mysticisme (Sadler-Smith, 2011). Les plus intuitifs ont une facilité à se remémorer leurs expériences (Danziger et al.,

2006) qu'ils peuvent ensuite utiliser pour justifier leurs choix alors que les moins intuitifs vont utiliser leurs souvenirs seulement s'ils ont des directives en ce sens. Ces différentes études de l'influence du style cognitif ont été quantitatives. Néanmoins, quelques rares analyses qualitatives mobilisent le concept de style cognitif sous sa forme bi-systémique. Par exemple, Elsbach et Kramer (2003) et Huang et Pierce (2015) ont inscrit leur démarche d'analyse du potentiel créatif d'une idée sous cette perspective et concluent à la présence conjointe des deux styles cognitifs qui participent à la perception finale.

La perspective bi-systémique a donc défini l'intuition comme mode de raisonnement pertinent en situation complexe. Elle a offert des outils de mesure valides qui ont permis de différencier les catégories sociales d'individus. En affirmant l'influence positive de ce mode de pensée sur la décision dans certains contextes de décision, elle n'a pas omis de préciser que le risque d'erreur est omniprésent lorsque l'individu décide intuitivement. Elle a surtout permis de comprendre que le mode de raisonnement intuitif peut exister en parallèle avec le raisonnement analytique chez un individu en train de résoudre un problème. Il s'agit donc d'une perspective pertinente pour la compréhension du phénomène de l'intuition.

2.2.3. La perspective naturaliste de la décision

Ce courant de recherche, comme l'indique sa dénomination, veut analyser le comportement du décideur en train d'accomplir une action. C'est la NDM ou *Natural Decision Making* (Klein, 1993). Il s'agit davantage d'une démarche méthodologique plus qu'un mouvement théorique constitué (Lebraty, 2007). Le courant de la NDM s'est donné pour objectif d'étudier la décision des individus dans des contextes qu'ils comprennent et qui leur sont familiers en se focalisant sur le processus de pensée des experts (Lipshitz et al, 2001). L'homme revient donc au cœur de l'analyse de la prise de la décision. L'intuition va ainsi se définir comme sa méthode de décision subjectivement développée en contexte d'incertitude (Grandori, 2010). Elle permet le traitement d'informations très complexes et en grande quantité (Betsch et Glockner, 2010). Selon la NDM, l'intuition est l'approche réelle adoptée par les acteurs dans des situations caractérisées par des changements brutaux et continus, sous une contrainte temporelle et où aucun modèle analytique prédéfini n'existe (Giordano et Musca, 2012; Guarnelli et Lebraty, 2014; Klein, 1993). Elle est l'utilisation de l'expérience engrangée dans un domaine donné (Salas et al, 2010). L'expérience se cristallise sous forme de représentations mentales qui vont orienter la création du sens en situation grâce à une reconnaissance de schéma (*pattern recognition*) (Klein, 1993; Lebraty et Lebraty, 2010;

Simon, 1987). L'acteur n'est plus obligé de suivre des procédures formelles parfois longues et ennuyeuses.

La NDM définit l'expert en référence au consensus entre les membres d'une communauté accomplissant une tâche donnée et indépendamment de toute idée de quantification statistique (Kahneman et Klein, 2009). Les individus appartenant à cette moyenne qui va constituer le consensus, sont considérés comme détenteurs de compétences et de connaissances par leurs pairs. Ils sont capables d'utiliser leurs expériences pour comprendre les situations. L'expertise se définit par la profondeur, la nature abstraite et la complexité des modèles internalisés (Giordano et Musca, 2012). La NDM appelle à se focaliser sur le processus de raisonnement ou de compréhension des situations complexes. Ce qui représente un point de distanciation par rapport au courant classique de la décision qui n'étudie que la fin d'un processus de décision, c'est-à-dire la comparaison entre les options et le choix (Canet et al., 2012; Lebraty, 2007). L'intuition implique un rapprochement entre le cas connu et la nouveauté (Giordano et Musca, 2012). Ce rapprochement advient instantanément et de façon non consciente. La NDM suppose aussi que le modèle de décision ne peut pas s'enseigner (Klein, 1993) contrairement à un modèle de décision classique. Ce sont des connaissances tacites qui s'acquièrent par la pratique récurrente.

L'objectif de cette perspective de recherche est de démystifier la compétence supérieure (ou leur intuition) que sont supposés posséder les experts dans leurs domaines respectifs en décrivant les paramètres de leur décision même si ces derniers sont tacites et peu verbalisables (Kahneman et Klein, 2009). Les experts ne sont pas des génies, mais seulement ils profitent de leur exposition répétée à des cas similaires (Lebraty, 2007 ; Guarnelli et Lebraty, 2014). La compréhension de la situation (rencontre entre les modèles mentaux et les indices environnementaux) est ainsi mise en avant comme condition *sine qua none* de la prise de décision en contexte réel. Le cas le plus cité dans la recherche en NDM est l'étude sur les joueurs d'échecs où il fallait approximativement 10 000 heures de jeu aux acteurs afin d'acquérir les compétences pour devenir un expert d'échecs. L'expertise ici consistait à pouvoir identifier instantanément ces déplacements problématiques (Gobet et Simon, 1996). Canet et al. (2012) étudient le cas des équipes de médico-sociaux des conseils généraux. Ils trouvent que ces acteurs, grâce à leurs expériences, évaluaient intuitivement la situation de dépendance des personnes âgées sans suivre la procédure. Klein (1993) étudie le cas des pompiers où les acteurs observés utilisaient leurs expériences afin de déterminer l'option ou l'action à accomplir face aux flammes. Il s'agit d'un contexte qui ne laisse pas la possibilité et le temps de réfléchir à plusieurs situations possibles. La NDM a donc été utilisée dans

différents domaines mais très peu en science de gestion (Giordano et Musca, 2012). Il convient de préciser que les types de décision pris en compte ont les caractéristiques suivantes : des objectifs spécifiques partiellement définis et évolutifs ; une absence de certitudes quant au champ des possibles ; des logiques contradictoires et non-hiérarchisées ; des déterminants du problème changeant continuellement ; un horizon temporel limité exigeant des réactions rapides ; des enjeux importants ; de nombreux acteurs ; des normes et des objectifs globaux contraignants ; un décideur possédant un niveau d'expertise élevé pour la tâche qui lui est confiée (Lebraty et Lebraty, 2010 ; p.3). Les situations ainsi caractérisées sont par nature instables et souvent irréversibles nécessitant des décisions de grande importance. Au vu de ces caractéristiques de contexte, l'identification des opportunités d'investissement en lien avec la firme entrepreneuriale peut profiter des éclairages de la perspective naturaliste de la décision en ce qui concerne l'intuition.

L'approche par la NDM définit l'intuition comme un processus de compréhension des situations fortement ancré dans l'expertise ou l'expérience des individus. Elle met l'accent sur cet aspect expérientiel qui n'était pas autant développé dans les autres approches. Elle précise le caractère adaptatif du processus intuitif, c'est-à-dire qu'elle conduit à la configuration la plus appropriée dans chaque cas sans comparer les différentes alternatives. La NDM attire aussi l'attention sur la nécessité d'observer les experts en contexte naturel. C'est la démarche méthodologique la plus pertinente pour cerner comment les individus comprennent les situations complexes, uniques et incertaines.

2.2.4. La Somatic Marker Hypothesis

Selon la *Somatic Marker Hypothesis* (SMH), l'intuition représente la réaction du corps à un stimulus environnemental (Rustichini et al., 2005). Cette perspective évoque l'existence des étiquettes affectives, des états du corps plaisants ou non, associés à des événements vécus et qui permettent de prendre des décisions sans avoir à collecter une grande masse d'informations (Gallen, 2005). Cette approche théorique est plus développée en neurosciences avec la preuve que le raisonnement inconscient et l'affect ont la même origine cérébrale (Dane et Pratt, 2007). Elle défend l'idée de l'intuition comme un processus somatique qui permet de réconcilier la décision humaine et l'émotion. C'est cette dernière qui guide et oriente le processus intuitif (Epstein, 1996). En l'absence d'émotion, l'individu délègue la prise de décision (Coget et al., 2009). L'émotion modère la relation entre les connaissances tacites d'un individu et son processus de décision intuitive. Une intuition s'accompagne toujours d'un ressenti personnel de certitude (Pretz et Totz, 2007; Sinclair et Ashkanasy,

2005). Dans certains cas, il représente l'*output* même de la décision. L'individu va affirmer que c'est son ressenti le plus profond ("*gut feel*") qui guide sa réaction. Dans d'autres situations, l'affect va être une composante clé qui va orienter vers ou disqualifier une option dans le processus de construction intuitive du sens (Betsch et Glockner, 2010). L'émotion est particulièrement importante dans les situations de crise ou d'incertitude puisqu'elle force l'individu à délaisser l'approche traditionnelle (classique) de prise de décision (Sayegh et al., 2004). En réalité, l'individu dispose d'une mémoire émotionnelle. Celle-ci se compose de l'ensemble des sensations qui ont accompagné les différentes expériences de vie de chacun de nous. Toutes les expériences de l'homme sont liées à des émotions ressenties à ce moment de sa vie. Ainsi, dans le futur quand il expérimentera le même événement, l'individu se rappellera plus facilement l'émotion qu'il avait ressentie que les détails de la situation. Il réagit soit en minimisant l'émotion si elle était négative ou à la consolidant si elle était positive. Ce fonctionnement lui permet de prendre des décisions rapides qui ne consistent aucunement en une collecte extensive d'informations pour comparer les différentes alternatives (Sayegh et al., 2004). Le recours à l'émotion permet donc d'expliquer les décisions rapides dans des conditions de crise et d'incertitude.

De cette dernière perspective, il faut retenir que l'émotion est toujours présente dans une décision intuitive, ce qui l'éloigne encore plus du mode de raisonnement rationnel objectif. Cette dernière a plutôt œuvré pour une exclusion totale des affects dans la prise de décision humaine efficace (Rustichini et al., 2005).

2.3. Les différentes caractéristiques de l'intuition

La mise en commun des différentes perspectives évoquées ci-dessus, permet de circonscrire plus précisément le concept de l'intuition ou du jugement intuitif comme mode de décision. S'il est rarissime de les retrouver tous dans une conceptualisation unique fournie par un seul auteur, les attributs ci-dessous considérés doivent être appréhendés comme un tout pour former une définition complète de la notion.

2.3.1. L'intuition et son ancrage expérientiel

Agor (1986) définit l'intuition comme un mode de raisonnement basé sur les connaissances capitalisées à travers toutes leurs expériences. La décision managériale intuitive est celle qui intègre des indices stockés à travers le temps. Elle découle du cumul des connaissances, des savoirs issus des années de formation et de l'éducation, le tout corrigé par le degré de confiance du manager en ses actions (Agor, 1986). Selon Simon (1987), le

jugement intuitif n'est que la résultante des analyses "gelées" en habitudes. L'intuition est le reflet des réussites et des échecs accumulés aussi bien dans notre parcours professionnel qu'au cours de notre vie privée (Burke et Miller, 1999). Blume et Covin (2011) étudiant l'intuition et le processus de création de firmes, avancent qu'en moyenne il fallait dix années d'expérience à l'acteur pour qu'il qualifie sa décision de création de firme d'intuitive. A travers des années d'expérience, l'individu est confronté à des situations où il apprend aussi bien explicitement qu'implicitement. Ce processus d'apprentissage doit être soutenu par un environnement facilitant le feedback, c'est-à-dire que l'acteur enregistre diverses séquences « situation-actions-effets » (Giordano et Musca, 2012). Il va ainsi "aiguiser" son intuition et est capable d'activer plus facilement les schémas cognitifs appropriés face à des stimuli externes. Hogarth (2010) désigne l'intuition comme un capital culturel, c'est-à-dire un ensemble de connaissances tacites accumulées à travers le temps et qui fondent les diverses inférences des individus.

L'existence et la nature de l'expérience permettent de distinguer deux types d'intuition (Coget et al., 2011) :

- La décision intuitive experte qui correspond à l'utilisation des connaissances issues d'expériences professionnelles pour résoudre une situation critique dans un domaine spécifique donné. Pour Miller et Ireland (2005), c'est l'application des expériences passées de façon similaire à de nouvelles situations. Ceux sont des automatismes qui sont rappelées en cas de besoin. Cette intuition est peu efficace dans une stratégie exploratoire à cause du sentiment de familiarité requis. L'intuition experte est encore qualifiée de déductive par Pretz (2008).
- La décision intuitive émotionnelle correspond au cas où aucun lien n'existe avec une expérience professionnelle ou lorsque le contexte évoque une expérience personnelle vécue (Coget et al., 2011). L'intuition entraîne une synthèse d'expériences diverses, la mobilisation d'autres sources d'information et une nouvelle combinaison des indicateurs. Elle entraîne des actions comme la prise de risque, l'expérimentation de nouvelles approches et la recherche de variations par rapport aux pratiques courantes (Miller et Ireland, 2005). Pour Grandval et Soparnot (2007), les mécanismes de l'intuition ne résident pas seulement dans le cerveau (connaissances stockées), mais dans le corps tout entier. Les événements produisent une énergie biologique que le corps peut ressentir. Ensuite, il sert de relais pour transmettre l'information au cerveau qui déclenche une réaction émotionnelle. Lorsque le corps ressent l'énergie biologique des éléments extérieurs, sa réaction émotionnelle crée un état d'attention particulière

qui le rend plus sensible aux informations provenant de ce stimulus et va déclencher un processus intuitif non lié à une tâche quelconque (Grandval et Soparnot, 2007). C'est l'état du corps en lien avec le cerveau qui déclenche l'activité cognitive.

L'expérience, qu'elle soit présentée comme une expertise ou un vécu personnel, reste très déterminante dans la conceptualisation d'un jugement intuitif. Hall et Hofer (1993) ont qualifié la sélection des projets d'intuitive en citant certains verbatims illustratifs de la pensée des VC (capital-risqueurs) : « *I have rejected other in this business/industry ; there is nothing in this proposal to indicate it is different from or better than previously reviewed proposals in this business/industry ; therefore, this proposal should be rejected* » (p.35). Ces propos rattachent le processus d'évaluation à l'intuition qui est dite experte selon Coget, Haag, et Gibson (2011).

L'expérience est clé pour la décision intuitive même si elle diverge en fonction de sa nature (Grandval et Soparnot, 2007). Dans l'investissement en capital risque, les *feedbacks* sont lents (la sortie d'un investissement en amorçage n'intervient que 3 ou 4 ans après l'investissement) et irréguliers. De plus, si l'idée entrepreneuriale est une opportunité unique comme nous l'avons défini, chaque investissement est singulier et la tendance à vouloir appliquer des anciennes figures peut s'avérer problématique. Les conditions de stabilité, de régularité et de rapidité du *feedback* ne semblent pas être parfaitement remplies lorsqu'il s'agit de détecter l'opportunité d'investissement en amorçage des idées entrepreneuriales. Ce qui est désigné comme similarité cognitive doit alors être mieux éclairci pour mieux cerner son importance dans le jugement du potentiel de la firme entrepreneuriale.

Pretz (2008) démontre par expérimentation sur des étudiants que l'expérience ne conduit pas toujours à la préférence pour un raisonnement intuitif. Pour lui, l'expérimenté perçoit des informations pertinentes dans un problème et il en déduit comment analyser le cas explicitement et de manière analytique. Ce sont plutôt des novices qui ont intérêt à être intuitifs en essayant d'utiliser le maximum d'indicateurs disponibles pour résoudre un cas donné. Cette contradiction dans les résultats autour de la corrélation entre expérience et intuition soulève la nécessité d'étudier davantage le vrai déterminant de l'antériorité des acteurs dans leur capacité de raisonnement intuitif.

2.3.2. La non-conscience du processus intuitif

Dane et Pratt (2007) mettent l'accent sur le caractère non-conscient de l'intuition qui est présent dans toutes les perspectives d'analyse du phénomène. Il signifie que l'éveil de

l'acteur ne concerne que le choix final et que le déroulement du processus mental lui est totalement étranger, indescriptible verbalement avec des termes précis. L'individu intuitif est incapable de justifier explicitement son choix (Isaack, 1978). Il ne contrôle pas la sélection des *inputs* dans son processus d'analyse contrairement à une méthode de calcul prédéfini (Dahaene, 2009). L'intuition se définit comme la connaissance immédiate qu'on a de quelque chose sans procéder à une logique de raisonnement conscient (Blume et Covin, 2011; Vaghely et Julien, 2010; Woiceshyn, 2009). L'absence de conscience doit être distinguée de l'absence d'attention. La première est relative au processus cognitif lui-même (le fait que l'on puisse ou pas le reconstituer de façon rationnelle) alors que la seconde se réfère à l'intérêt que l'on peut porter à certains types d'information et pas à d'autres (Strick et al., 2011). Un individu peut porter son attention sur un indicateur sans qu'il soit capable d'expliquer l'utilisation qu'il en fait dans son raisonnement. Les processus sous-jacents à cette présélection et utilisation d'information sont non conscients (Dahaene, 2009). Selon Khatri et Ng (2000), à travers l'intuition, l'individu tente d'accéder à un réservoir interne d'expériences et d'expertises accumulées à travers des années selon des conditions spécifiques d'incubation dans le subconscient. L'intuition implique quelque chose comme un saut entre les *inputs* à une décision et la décision elle-même sans nécessairement avoir conscience du processus cognitif sous-jacent (Clarke et Mackaness, 2001; Ferreira et al. 2006). L'inconscience facilite la prise en compte d'un plus grand nombre de détails (Dijksterhuis, 2004).

L'intuition émotionnelle est totalement inconsciente tandis que l'intuition experte l'est partiellement (Miller et Ireland, 2005; Mitchell et al., 2005)²⁴. Selon ces derniers, l'expertise automatisée désigne un processus ou une connaissance provenant du subconscient mais qui a autrefois été révélée à la conscience. Ces connaissances ne sont pas tacites puisque ces dernières par définition n'ont jamais été explicitées par des mots et communiquées vers l'extérieur. Le « partiellement conscient » de Miller et Ireland s'entend de cette manière. L'intuition émotionnelle par contre se base sur une reconfiguration d'une certaine forme de réalité et conduit à une solution nouvelle. Ces *inputs* n'ont pas été stockés pour cette finalité qui lui est assignée à un moment donné. Elle est non consciente de ce fait. La capacité de traitement des informations par l'humain est énorme, mais non consciente dans sa plus grande proportion (Dijksterhuis, 2004).

Le caractère averbal et indescriptible (du fait de la non-conscience) distingue l'intuition de l'*insight*. En effet, l'*insight* se distingue de l'intuition par le fait qu'il n'est

²⁴ Ces deux types d'intuition diffèrent sur la base de la nature de l'expérience.

qu'une réponse spontanée et consciente à un stimulus externe. L'*insight* a besoin d'une période dite d'incubation. Cette dernière est une période de gestation qui suit l'émergence du problème et s'étale jusqu'au moment de l'*insight* dit moment de l'Eureka (Hodgkinson, 2008). Cette période d'incubation reste cruciale parce qu'elle permet à l'individu de procéder à une évaluation consciente de la situation. L'intuition peut précéder cette période d'incubation qui conduit à l'*insight* dans certains cas mais ne conduit pas nécessairement à cette dernière. Une intuition peut demeurer telle quelle et même être réfutée (dissuadant tout approfondissements supplémentaires) alors que l'*insight* existe parce que la solution aux stimuli est trouvée (Hodgkinson et al., 2009). L'*insight* est une réaction à un résultat prouvé à travers une évaluation consciente alors que l'intuition n'a pas réellement de base de comparaison. L'intuition reste ce jugement que l'on ne peut retracer qu'à travers des analogies et des métaphores (Sadler-Smith et Shefy, 2007).

« Insight is based on a previous period of conscious preparation, requires a period of incubation during which information is processed in parallel at a subconscious level, and is followed by a period of conscious evaluation and elaboration »

(Vaghely et Julien, 2010; p.74).

Les recherches relatives au programme de recherche UTT (*Unconscious Thought Theory*) ont permis de tester plus empiriquement la non conscience du raisonnement. Elles vont la considérer comme cette aptitude cognitive qui conduit le processus de traitement de l'information lorsque simultanément l'attention est dirigée vers une autre tâche (Dijksterhuis et van Olden 2006 ; Waroquier et al. 2010). Pour créer cette période d'incubation inconsciente, Dijksterhuis (2004) incitait (pour les distraire) les sujets au cours d'expérience à effectuer une autre tâche qui exigeait des efforts cognitifs juste après leur avoir présenté un ensemble d'items sur la tâche principale. A la fin de la tâche distrayante, il était demandé aux sujets de résoudre immédiatement la tâche principale de l'expérience. Le principe étant que si cette tâche distrayante n'existait pas, les sujets auraient pu s'engager dans des analyses conscientes. Dijksterhuis (2004) constate alors des performances décisionnelles excellentes après cette période de distraction comparativement à des acteurs qui délibérément devaient cogiter sur la même tâche principale de l'expérience. Selon Waroquier et al. (2010), le bon jugement et apparemment le définitif, advient très rapidement dès le premier contact avec la tâche. Ils rejoignent donc la définition du jugement non-conscient que nous avons présentée au début de cette section et qui le décrit comme la connaissance immédiate qu'on a de quelque chose sans procéder à une logique de raisonnement conscient.

L'impossible description du processus intuitif est aussi un effet du langage qui est une arme à double tranchant : elle facilite peut-être la description de certains actes, mais en empêche d'autres. La pensée consciente fausse la pondération des items dans un processus d'évaluation des différentes alternatives à une tâche et la verbalisation de la pensée accentue ce biais (Dijksterhuis 2004 ; Dijksterhuis et van Olden 2006). Les mots ne sont que des filtres pour exprimer nos ressentis qui existent eux-mêmes à un niveau d'abstraction plus élevé dans la cognition. L'utilisation des images ou métaphores en substitution aux termes précis est donc une alternative pour provoquer une décision intuitive humaine dans certains cas. Ferreira et al. (2006) ont procédé à une expérience pour vérifier le caractère conscient de la composante rationnelle et la non-conscience de l'intuition. La finalité de leur manipulation était qu'en fonction des buts assignés intentionnellement à la tâche, le processus rationnel va être de plus en plus stimulé alors que le processus intuitif va demeurer inchangé. Si on incite les acteurs à répondre de façon plus rationnelle avec des instructions dans ce sens, cela va impacter la composante rationnelle de la cognition tandis que l'incitation par des instructions intuitives ne va pas influencer la performance intuitive (puisqu'il ne le contrôle pas). Les résultats montrent réellement une invariance dans la qualité de la décision intuitive. Ce qui confirme son caractère non-conscient et non descriptible. Il est spontané et l'acteur ne peut agir sur son contenu. Le jugement rationnel est par contre apparu sensible aux incitations à utiliser ce mode cognitif. Plus on fournissait aux acteurs des instructions en ce sens plus ils raisonnaient rationnellement. On ne peut donc pas inciter un acteur à devenir intuitif. Ceci confirme la nature expérientielle de ce mode de raisonnement.

2.3.3. L'intuition comme un mécanisme rapide d'association holistique

Le caractère holistique de la décision intuitive est un point de démarcation important avec l'approche classique du choix (Lebraty et Lebraty, 2010). Le mécanisme d'association holistique basé sur la reconnaissance implique, selon Dane et Pratt (2004), un *matching* entre des stimuli externes et des schémas conceptuels existants dans la cognition des individus. C'est donc le processus de compréhension décrit par la NDM. L'intuition est alors synonyme de perception globale de cohérences ou de structures. L'acteur se base sur un nombre d'indicateurs clés, les synthétise et infère un jugement sur un fait alors que la pensée rationnelle va se focaliser sur des pièces d'informations précises avec un risque de surcharge intellectuel élevé (Grandval et Soparnot, 2007). Il existe des structures cognitives plus ou moins complexes facilitant cette perception holistique. L'intuition va résulter d'un ou plusieurs tentatives de connexion d'un ensemble de pièces stockées par l'acteur.

Selon Hodgkinson et al (2008), le mécanisme d'association affecté à l'intuition prend la forme de remémoration basée sur la similarité et la reconnaissance de schémas. Le processus est holistique parce qu'il met l'accent sur des indicateurs clés pour formuler le jugement global alors que l'approche rationnelle a tendance à répertorier les faits qui sont requis par une formule prédéterminée afin d'obtenir une solution par agrégation (Hogarth, 2010). Sinclair et Ashkanasy (2005) renchérissent en affirmant que l'intuition conduit à avoir une vue globale d'une réalité, à regrouper simultanément l'ensemble des pièces clés du puzzle pour interpréter la réalité, à reconfigurer des fragments de mémoire non reliés entre eux pour faire émerger une nouvelle structure d'informations. Les informations enregistrées dans le subconscient sont combinées de façon complexe pour fournir un choix (Miller et Ireland, 2005; Frantz, 2003). Le processus holistique permet d'expliquer la capacité du décideur à utiliser un maximum d'informations pertinentes afin de fonder son choix (Pretz, 2008).

Cette faculté d'association holistique conduit à une autre caractéristique du jugement intuitif qui est sa rapidité par rapport au processus rationnel de la décision. La rapidité est tellement importante pour caractériser ce type de raisonnement que certains auteurs (Hodgkinson et al, 2008; Sinclair et Ashkanasy, 2005) recommandent la contrainte temporelle dans les *designs* d'expérimentations ou son intégration dans les différents questionnaires destinés à l'analyse de l'intuition. Les professionnels d'échec observés par Simon (1987) mettent cinq à dix secondes pour procéder à des mouvements pertinents. L'économie de temps induite est toujours associée à une économie de ressources cognitives qui permet de se focaliser sur les aspects les plus critiques d'une situation (Harteis et Gruber, 2008). Le processus intuitif court-circuite les étapes successives du raisonnement permettant de connaître instantanément la meilleure solution (Khatri et Ng 2000 ; Hensman et Sadler-Smith 2011; Burke et Miller, 1999). Wally et Baum (1994) étudient la décision de fusion-acquisition des managers sans s'intéresser à la qualité de celle-ci et ils découvrent que leur propension à utiliser l'intuition impactait positivement la rapidité de cette décision. Isenberg (1986) explique ce fait par la tendance des managers à vouloir inférer des solutions en se basant sur un nombre réduit d'indices même si des informations complémentaires sont disponibles à coûts nuls. Ils ont appris par expérience à décider par opportunisme pour réduire les coûts induits par la décision. C'est la rapidité de l'intuition qui lui confère son importance pour l'humain. C'est encore elle qui a attiré la curiosité des scientifiques. Le recours à l'intuition réduit donc énormément la durée de la décision (Witteman et al., 2009). Illustrant la rapidité de l'intuition, Hayashi (2001) rapporte les propos de Ralph S. Larsen, CEO de la compagnie américaine *Johnson & Johnson* : « *Often there is absolutely no way that you could have the*

time to thoroughly analyze every one of the options or alternatives available to you ; so you have to rely on your business judgment » (p.61).

Le cerveau humain est à la base construit pour agir rapidement afin d'assurer la survie pour l'humain (Grandval et Soparnot, 2007). L'intuition s'accommode alors bien à la nature humaine. Rapidité et association holistique sont inhérentes au jugement intuitif. Et s'il oriente autant l'acteur, c'est qu'il active des sentiments ou des émotions qui créent une motivation intrinsèque chez lui.

2.3.4. Le jugement intuitif et sa composante affective

La composante affective est une autre caractéristique de l'intuition comme système de choix selon Dane et Pratt (2007). Très souvent évoqué dans le débat conceptuel autour de l'intuition mais peu discuté, la présence de l'affect suppose que l'*intuiting* (processus intuitif), reflète toujours en partie l'émotion du décideur. Il est souvent avancé que la rationalité relève de la tête alors que l'intuition vient du cœur (Epstein, 1994). Les schémas cognitifs les plus importants par exemple dans le système cognitif sont ceux qui sont entachés d'un affect particulier. Ce qui les rend plus saillants dans le processus intuitif. La SMH (*Somatic Marker Hypothesis*) et les programmes de recherche qui lui sont affiliés nous prouvent que lorsque la partie du cerveau guidant les émotions humaines est détruite, les individus sont incapables de fournir des décisions rapides automatiques basées sur l'expérience (donc intuitives) (Akinci et Sadler-Smith, 2012). Ainsi, non seulement le processus intuitif est affectif mais aussi le jugement qu'il induit ne peut être dissocié de l'émotion. Pour Sadler-Smith et Sparrow (2007) et Sinclair et Ashkanasy (2005), intuition et émotion interagissent toujours et cette interaction a deux formes :

- d'abord l'émotion oriente le mécanisme attentionnel vers des pièces d'informations importantes déclenchant le processus d'interprétation dans un contexte donné. C'est la phase de pré-intuition où l'affect peut faciliter l'utilisation de l'intuition selon le contexte. Elle va jouer un rôle de déterminant ou de modérateur dans son utilisation. Durant le processus lui-même, l'affect est utilisé comme un mode de réception des stimuli par l'individu, devenant ainsi une de ces composantes à part entière. Plus on est d'affect positif, plus le *gut feeling* (ce ressenti intérieur) intervient facilement avec ces implications et on peut le décoder.
- L'émotion active ou régule plusieurs activités impliquées dans l'encodage, le stockage et la restitution d'information relative à un événement important. Elle a un impact sur la manière dont les acteurs reconstruisent leurs expériences vécues. Elle assure

l'évaluation du jugement intuitif, c'est-à-dire que l'affect intervient comme un moyen de confirmation. L'individu expérimente une certaine confiance en son raisonnement à travers elle. L'émotion vient modérer l'importance de l'expérience dans le processus.

La manière dont l'émotion impacte l'intuition a été décrite à travers l'intuition émotionnelle selon Grandval et Soparnot (2007). L'individu, dans la plupart des cas, anticipe l'émotion qui va entourer une solution donnée (plaisir ou peine) et ce ressenti agit sur son processus intuitif comme un avertisseur. Un processus intuitif se déclenche parce qu'un état émotif existe face à un stimulus que l'on perçoit (Burke et Miller, 1999). Les émotions relatives aux images perçues sont, selon Sadler-Smith et Sparrow (2007), plus rapidement et facilement (avec peu d'efforts mentaux) activées et ensuite guident le processus cognitif. Pour Lunenberg (2010), lorsqu'un schéma mental s'adapte à une situation (association holistique), un état émotionnel est produit et il entraîne l'action.

Pour Sadler-Smith et Shefy (2004), nous expérimentons l'intuition à travers le *feeling* qui émerge durant les décisions complexes et qui se combine parfois à l'analyse rationnelle. Ils vont plus loin en considérant l'intuition comme un *bodily feeling*, c'est-à-dire que nous la ressentons inconsciemment à travers le corps. Chaque type d'interprétation éveille en nous des sensations différentes et le mécanisme qui induit ce ressenti advient avant tous processus rationnel ou séquentiel et conscient. Kahneman et Frederick (2001) parlent d'heuristique de l'affect qui participe de façon *sine qua non* à tout processus intuitif. En effet, l'affect relatif à un objet possède une très forte accessibilité et va toujours orienter le jugement face à un stimulus. Pour Kahneman (2003a) : « *a theory of choice that completely ignore feelings such as pain of losses and the regret of mistake is not only descriptively unrealistic, it also leads to prescriptions that do not maximize the utility of outcomes as they are actually experienced* » (p.1457).

L'interaction entre intuition et émotion est délicate. Khatri et Ng (2000) relatant des travaux antérieurs, avancent que les deux processus interfèrent et l'*output* de cette rencontre n'est pas toujours positif. Une personne chargée d'émotion négative (colère, ou peur par exemple) est incapable de percevoir le message révélé à son subconscient à travers l'intuition. Face à des stimuli donnés, le système expérientiel va rechercher dans la banque des événements mémorisés, des faits similaires de même que les émotions sous-jacentes. Ce sentiment qui peut accompagner l'événement peut avoir pour impact d'accentuer le processus cognitif et l'action. S'il est positif, il encourage l'action reproduisant le même sentiment. S'il est négatif, le système encourage et reproduit les actions qui repoussent ce sentiment (Epstein,

1994). C'est l'émotion qui permet à l'acteur de juger de la qualité de sa décision intuitive. La décision dans une organisation financière par exemple, advenant souvent en incertitude, ne peut être taxée de vraie ou fausse selon les verbatim retranscrits par Hensman et Sadler-Smith (2011). Le meilleur choix, selon les acteurs interrogés par ces auteurs, est celui qui s'accompagne d'un affect favorable ou d'une émotion positive à un moment donné. La nature et l'intensité de l'affect sont donc une façon de choisir entre deux options à potentiel égal, indépendamment de tous critères objectifs. L'émotion est un *input* à part entière de la décision intuitive (Coget et al., 2011). Pour ces derniers, la décision intuitive experte se base sur un niveau de nervosité modéré. L'expertise permet de réguler l'intensité de cette nervosité en donnant aux acteurs une sensation de contrôle de la situation. Réciproquement, la nervosité gouverne la mobilisation de l'expérience et guide l'action, le but étant l'accomplissement plus efficace des tâches. Lorsqu'il est animé de peur, l'acteur se focalise sur le besoin d'assouvir cette sensation et ceci advient au détriment de la qualité décisionnelle. Lorsqu'il s'agit de la nervosité, il recherche à la fois l'atteinte d'une certaine efficacité professionnelle et personnelle dans sa prise de décision. L'émotion impacte indubitablement le processus et la décision intuitive. Elle procure à l'acteur une certaine certitude par rapport à l'efficacité de son choix et de son action.

2.3.5. Le jugement intuitif comme une solution efficace, économe en ressources cognitives

L'intuition implique une efficacité décisionnelle, c'est-à-dire qu'elle conduit à des décisions appropriées sans avoir à choisir délibérément entre les alternatives (Harteis et Gruber, 2008). Ces auteurs déduisent de leur étude empirique que l'intuition est une des composantes de la compétence professionnelle des acteurs sur les marchés financiers. Les prévisions faites de manière intuitive étaient plus proches de la valeur réelle de l'indice (l'indice du DAX et du taux de conversion de l'euro en dollars) que les prévisions faites de façon rationnelle en se basant sur des données historiques disponibles sur 12 mois. Harteis et Gruber (2008) affirment que l'intuition comme mode de décision est plus efficace lorsqu'il faut traiter des situations complexes (exemple de l'indicateur agrégé DAX) où une gamme très large de paramètres doit être prise en compte. Armstrong et Hird (2009) décrivent un être intuitif comme le parfait opposé de ces individus qui préfèrent évoluer dans des paradigmes existants pour résoudre les problèmes et donc minimiser le risque et les conflits. L'intuitif par nature sait remettre en cause les paradigmes existants produisant les solutions les plus improbables (Armstrong et Hird, 2009). En organisation, les intuitifs sont les non conformistes et préfèrent des méthodes exploratoires. L'intuition est le style cognitif des

créateurs d'entreprises ou d'entrepreneurs évoluant dans la phase de démarrage de la firme, ce qui leur permet de mieux gérer l'incertain. L'intuition experte permet d'atteindre des solutions précises et rapides (Coget et al., 2011). Sa forme émotive conduit plus souvent à la créativité alors que le raisonnement logique ne permet que l'extension des limites de la connaissance existante (Allinson et Hayes 2003). Pour Burke et Miller (1999), l'individu relie toujours ses choix intuitifs à des décisions correctes, acceptables et éthiques. Le raisonnement intuitif n'a alors rien de mystique ou de paranormal (Mitchell et al., 2005). C'est la confiance de son auteur en son jugement qui distingue l'intuition de certains processus mentaux non rationnels comme le *guessing* ou suppositions (Dane et Pratt, 2007). A travers des expériences, Butler, Guiso et Jappelli (2013) montrent que le recours à l'intuition réduisait l'aversion à l'ambiguïté et au risque de 30% par rapport aux acteurs qui n'ont aucune confiance en ce mode de raisonnement.

L'intuition n'est qu'un jugement accompagné d'une forte certitude qui conduit à l'action et dont le processus cognitif sous-jacent échappe totalement à notre conscience (Hodgkinson et al., 2009). L'individu croit fortement à l'exactitude de son intuition même si la plupart des évidences suggèrent le contraire (Burke et Miller, 1999; Dane et Pratt, 2004). C'est un état d'esprit qui accompagne la décision quand aucune approche universelle n'existe. Pour Hogarth (2010), l'intuition est surprenante sinon magique en ce qui concerne sa précision. La confiance caractérise les décisions intuitives parce qu'elles ne sont que des réactivations d'expériences (Grandval et Soparnot, 2007)

« Intuition improves the decision in some way: provides a check et balance, allows fairness in dealing with people, leads to a higher quality product, avoids having to rework the decision, helps to focus on area needing attention, improves customer satisfaction, prevents negative outcomes, causes one to pay more attention. »

(Burke et Miller, 1999: p 95)

Khatri et Ng (2000) mettent l'accent sur l'insensibilité à l'effort cognitif et le caractère non biaisé de l'intuition. Décider en incertitude demande des efforts cognitifs et l'intuition renforce l'auto-perception d'une capacité à décider dans ces cas. Elle est supérieure à un modèle quantitatif de raisonnement. Khatri et Ng (2000) rajoutent qu'un jugement intuitif dans sa nature n'est pas biaisé. Pour eux, accepter une telle assertion doit implicitement induire que même le raisonnement analytique l'est aussi. L'intuition se manifeste dans des situations assez complexes comme l'action des pompiers dans une situation de sauvetage, l'action des militaires en situation de combat, les choix entrepreneuriaux dans la phase de démarrage des firmes, autant de situations complexes. A travers une expérience, Ferreira et al.

(2006) cherche à vérifier l'impact de la quantité d'informations sur les modes rationnel et intuitif, la dernière devant rester invariable en fonction de la complexité. Les résultats montrent que l'augmentation de l'effort cognitif demandé (lorsque les indices présentés devenaient plus complexes) réduisait la qualité du raisonnement rationnel alors que le jugement intuitif restait inchangé. Plus il devenait plus difficile de mémoriser les indices, moins les acteurs utilisaient le processus formel. Il existe alors un réel lien entre le style cognitif et l'effort cognitif exigé par la décision. L'intuition permet de décider mieux avec moins d'effort. Selon Kahneman et Klein (2009), c'est seulement en cas de complexité modérée que le jugement intuitif surpasse l'approche rationnelle. Dijksterhuis et van Olden (2006), en définissant la complexité comme des situations de choix qui nécessitent d'énormes quantités de données, attestent la supériorité de la pensée non-consciente sur la pensée délibérée analytique. Ils soumettent des sujets à des choix réels concernant la sélection de posters d'art. Les candidats ont eu la possibilité de repartir avec les posters choisis. Quelques semaines plus tard, leur degré de satisfaction par rapport au choix initial a été évalué. Ceux qui ont choisi intuitivement étaient plus satisfaits de leurs œuvres d'art que les individus ayant décidé rationnellement. Ces derniers exigeaient des compensations financières plus faibles pour se séparer de leur objet d'art que les premiers. Cette expérience démontre une supériorité de la pensée non-consciente intuitive même après quelques temps. L'intuitif croit en ses capacités et remet rarement en doute son intuition.

Mintzberg (1976) étudie des managers en activité et décrit la métaphore d'hémisphère gauche et droite du cerveau. Il explique que c'est à travers le « *hunch* » ou le jugement qui est une faculté individuelle et relevant de l'hémisphère droit du cerveau que ces managers arrivent à synthétiser implicitement leur contexte afin de prendre les décisions les plus pertinentes. Mintzberg (1976) affirmait déjà que les stratégies les plus créatives dans les entreprises, face à des environnements très complexes, sont le reflet de l'hémisphère droit ou de l'intuition d'une seule personne²⁵. Hayashi (2001) constate que les dirigeants qu'il a rencontrés ont qualifié d'intuitives les décisions les plus importantes qu'ils ont eu à prendre dans leur carrière. De plus, ils affirmaient qu'une situation de choix dont les résultats sont certains à 99% sur la base de données explicites objectives seulement perd toute sa substance. Elle n'a plus de potentiel et devient obsolète. Ceci atteste de la capacité de l'intuition à conduire à des décisions stratégiques satisfaisantes ou même optimales grâce à des informations de nature très subjective.

²⁵ A cette époque Mintzberg précisait bien que ses déductions sur les deux hémisphères du cerveau n'étaient que des spéculations ; aujourd'hui il est plus qu'évident que l'intuition est un processus réel et effectif de décision (Burke et Miller, 1999 ; Dane et Pratt, 2007)

Nous ne pourrions pas parler d'efficacité d'un mode de décision en occultant la place qu'il accorde à la notion d'erreur. Par exemple l'approche comportementale de la décision lui réserve une place essentielle puisque son développement vise à énoncer les différentes sources d'erreur afin de les limiter. Elle définit l'erreur ou le biais comme l'écart de la décision d'un acteur par rapport aux prévisions du modèle classique objectif (Tversky et Kahneman, 1974). Le degré d'erreur est donc l'*output* du raisonnement du chercheur. La notion d'erreur dans le jugement intuitif est circonscrite par la NDM. Elle affirme que c'est l'erreur qui déclenche l'analyse. En incertitude, les mécanismes de décision rationnelle ne sont pas appropriés, ce qui est source éventuelle d'erreur. La NDM va rechercher comment les acteurs concernés se comportent en situation réelle. L'erreur est ainsi l'indicateur d'une possibilité d'amélioration de la performance décisionnelle (Lipshitz et al., 2001). C'est donc pour cela qu'une des caractéristiques de l'intuition est l'efficacité. Elle est perçue par ceux qui y ont recours comme une façon de réduire la marge d'erreur due à l'absence d'une méthode standard. Il n'y a donc pas une base de mesure de l'erreur dans le processus intuitif. En étudiant le comportement en situation réelle, on est alors capable d'observer comment les acteurs font pour remédier à l'erreur initiale qui caractérise leur contexte de décision dépourvue d'approche standard de décision (Canet et al., 2012). Les comportements observés viendront alors nourrir le développement autour l'intuition.

2.3.6. L'intuition et le recours substantiel aux données non factuelles

Une dernière dimension de l'intuition est l'utilisation substantielle de données non factuelles ou informelles ou d'informations tacites dans le processus de raisonnement. Selon une étude empirique conduite par Clarke et Mackaness (2001), ces données représentaient en moyenne 53% des indices utilisés par les managers seniors dans les organisations, pour décider. L'acteur utilise, dans son processus cognitif intuitif, plus de données informelles (histoires, opinions, illustrations, analogies et métaphores), plus de données tacites basées sur l'expérience que des données factuelles de sources formelles (Sadler-Smith et Sparrow 2007 ; Sadler-Smith et Shefy 2004). Le processus rationnel par contre encode des données factuelles en symboles et formules abstraites. Le savoir tacite est la composante clé qui sous-tend l'intuition ou le *gut feeling* (Maqsood et al., 2004). Ce qui rend complexe toute tentative d'explicitation de jugement intuitif. L'intuition est ainsi qualifiée de style adaptatif à cause de la nécessité pour l'individu de réinterpréter les multiples indices disponibles souvent redondants pour la décision. Cette nature tacite de la majorité des indices utilisés complexifie l'intégration des raisonnements intuitifs dans les systèmes d'apprentissage, mais aussi

représente un gage de la précision du processus. L'intuition requiert alors une utilisation massive de données *soft* contrairement à l'analyse rationnelle où l'accent est mis sur les données *hard* (Mintzberg, 1976). Les composantes *soft* de l'information sont importantes dans l'analyse puisque la réalité organisationnelle elle-même est un ensemble de discussions, de symboles, de promesses, de mensonges, d'intérêts, de rumeurs, d'apparences, de menaces, etc., autant d'éléments intangibles et plus influençables que les faits formalisés (Gendre-Aegerter, 2008). Dans l'analyse des demandes de crédits par les conseillers bancaires, Lipshitz et Shulimovitz (2007) exposent la faible considération attribuée aux informations issues des états comptables présentés par les clients. Les récits et les anecdotes sont les sources d'information privilégiées par le système expérientiel parce qu'ils sont chargés généralement d'affect et retracent mieux la manière dont les faits sont vécus dans la vie réelle (Epstein, 1994). Hensman et Sadler-Smith (2011) pour décrire la perception du potentiel ou non d'un projet soumis à un décideur dans une organisation financière, rapportent les termes suivants sous forme métaphorique : « *if something doesn't look right, doesn't smell right, doesn't feel right, you instantly become wary* » (p.56). Les termes "*smell right*" et "*feel right*" n'ont rien d'une description formelle de potentiel économique.

Les différentes caractéristiques ci-dessus énumérées permettent de délimiter un phénomène complexe mais utile aujourd'hui pour la prise de décision. Nous les résumons dans le tableau récapitulatif ci-dessous (tableau 5). L'intuition émerge comme une alternative à la décision rationnelle objective. Le jugement intuitif épouse bien la réalité décisionnelle définie par Herbert Simon dans son célèbre modèle de *satisficing* (vs *maximising*). Cependant, la psychologie cognitive va plus loin en essayant de cerner les mécanismes internes que Simon ne plaçait pas au cœur de sa réflexion en 1947 (Simon, 1955). D'ailleurs, on peut bien lire dans le titre de son article de 1955 dans « *The Quarterly Journal of Economics* » qu'il proposait un modèle comportemental et non psycho-cognitif. Le concept du jugement intuitif gagne en pertinence parce qu'il fait référence au processus cognitif en situation réelle de décision. Il apporte non seulement une possibilité de catégorisation du comportement décisionnel mais surtout d'étudier ce qui a été cantonné à une « boîte noire » depuis trop longtemps. L'intuition reflète aussi un état d'esprit du décideur qui lui donne le courage et l'envie de s'aventurer loin des « sentiers battus ». La décision d'investissement en *early stage* étant largement définie comme intuitive, invoquer ce cadre explicatif est pertinent dans notre argumentaire. Il reste à aller au-delà de simple supposition pour réellement décrire

les comportements du BA à travers les caractéristiques reprises dans le tableau ci-dessous. Ceci permettra de donner une base plus solide à l'analyse de la décision des investisseurs individuels.

S'intéresser au jugement intuitif, c'est questionner principalement le processus de raisonnement. Dans la littérature, nous avons des affirmations en faveur, d'une part d'un processus de reconnaissance rapide de schéma, et d'autre part en faveur d'un processus de réinterprétation de faits. Une discussion autour du processus est nécessaire parce que notre objectif est de cerner la manière dont advient la décision. C'est pour cette raison que nous inscrivons notre démarche sous les postulats de la psychologie cognitive. C'est la réflexion qui nous intéresse plus particulièrement tout en retenant qu'elle est intuitive. Dans la section suivante, nous étudions plus en profondeur cette notion de processus à travers lequel advient l'intuition.

Tableau 5 : Récapitulatif des caractéristiques du jugement intuitif (Source Auteur)

Caractéristiques	Détails
Caractère expérientiel	<ul style="list-style-type: none"> - L'intuition découle d'un ensemble de connaissances et de savoirs stockés sous forme de modèles mentaux qui sont activés pour comprendre les situations. Deux types d'intuition : intuition experte et intuition émotionnelle. - L'intuition ne s'enseigne pas mais s'acquiert par expérience. L'apprentissage dans le cadre du raisonnement intuitif se base sur deux conditions : existence d'indicateurs valides c'est à dire des liens de causalités entre les indicateurs et les résultats observées ; existence de feedbacks réguliers.
Le caractère non conscient	<ul style="list-style-type: none"> - Le déroulement du processus de raisonnement intuitif est indescriptible verbalement par le décideur ; incapacité à justifier la décision intuitive. La non-conscience signifie que l'acteur n'oriente pas volontairement sa cognition vers les informations qui vont nourrir sa réflexion dans le cadre d'une tâche. L'intuition c'est une connaissance immédiate des choses sans savoir pourquoi <i>a priori</i> - La non-conscience distingue l'intuition de l'<i>insight</i> qui est une réponse spontanée à des stimuli après une période d'incubation consciente.
Un mécanisme rapide d'association holistique	<ul style="list-style-type: none"> - Mécanisme holistique : <i>matching</i> entre des stimuli environnementaux et les représentations mentales. L'intuition est une perception globale, une synthétisation instantanée d'un grand nombre d'indicateurs clés pour reconstituer le puzzle - Importance de la similarité entre les cas et de la reconnaissance des schémas. Les expertes ont des schémas mentaux plus complexes et adaptatifs, ce qui facilite la reconnaissance des schémas - Rapidité de l'intuition : elle court-circuite les étapes successives du raisonnement.
La composante affective	<ul style="list-style-type: none"> - Intuition indissociable de l'affect : <i>bodily feeling</i>. - L'émotion oriente la recherche de pièces d'informations importantes ; l'émotion régule les activités d'encodage, de stockage et de restitution d'importation dans le processus intuitif afin d'évaluer le jugement intuitif.
L'efficacité et l'économie de ressources cognitives	<ul style="list-style-type: none"> - Approche de décision pour réduire la marge d'erreur engendrée par l'absence d'un modèle de choix standard dans le contexte d'incertitude. - Le raisonnement intuitif conduit à plus de créativité. L'efficacité est une perception subjective ici puisqu'il n'y a pas de standard de comparaison. L'intuition facilite l'action en incertitude. - La confiance dans le jugement distingue l'intuition et le <i>guessing</i> ou les suppositions. - Le fonctionnement holistique réduit l'effort cognitif dans le jugement intuitif.
Le recours substantiel aux données non factuelles	<ul style="list-style-type: none"> - Utilisation substantielle de données tacites, informelles (histoires, opinions, illustrations, analogie et métaphores) - Préférence pour les données soft. - Ces données sont intangibles et facilement manipulables par l'acteur.

Section 3 : Le processus de décision intuitif

La décision rationnelle délibérée suppose la prise en compte de différentes alternatives fournies sur un problème donné en les comparant sur la base de critères prédéfinis. Parallèlement, l'approche intuitive de la décision suppose une production de sens dans un contexte au delà des faits fournis et disponibles (Grandval et Soparnot, 2007; Sonenshein, 2007). Elle définit la manière dont l'acteur utilise ses expériences à des fins de compréhension de situation et de décision (Lebraty, 2007). C'est un mode de décision interne à la cognition d'un seul individu (Mintzberg, 1976) et qui est engagé dans la production de sens. Cette section présente les processus sous-jacents à la faculté intuitive des individus. Malgré l'ancienneté du concept, c'est récemment que des développements théoriques ont émergé sur le processus intuitif. Cette évolution est parallèle à la désagrégation du concept général de l'intuition en sous-types (Chaston et Sadler-Smith, 2012). Les exemples suivantes peuvent être cités : l'intuition experte et l'intuition créative selon Dane et Pratt (2009) ; l'intelligence cristallisée et l'intelligence fluide selon Cicero et al. (2015) ; l'intuition associative et l'intuition constructive/accumulative selon Glöckner et Witteman (2010)). Nous présentons ici deux mécanismes psycho-cognitifs sous-jacents au processus holistique définissant l'intuition qui sont : la reconnaissance des schémas (3.1.) et l'alignement structurel (3.2.). Ils se réfèrent aux capacités de traitement des informations disponibles et parfois incomplètes dans un contexte de choix. Ils diffèrent sur deux points : la nature d'une situation représentative d'une réalité sociale et le processus de compréhension des cas.

3.1. Le jugement intuitif : le processus de reconnaissance et les schémas mentaux

La reconnaissance des schémas est un mécanisme cognitif central en psychologie cognitive qui explique la manière dont les acteurs vont extraire du sens dans différentes situations (Cicero et al., 2015). Elle suppose l'existence de schémas mentaux définissant les différentes situations sociales et un processus de reconnaissance de structures dans l'environnement.

3.1.1. Les schémas ou cadres mentaux

Le schéma mental est une structure cognitive construite à travers l'expérience et les activités effectuées par l'individu dans des contextes spécifiques et stockés dans sa mémoire (Allard-poesi 1998; Brockmann, 2011). L'individu est capable d'identifier des associations entre ses différentes expériences dans différents contextes. Il se construit des cadres mentaux

qui représentent les structures de chaque typologie de réalité (Shapiro et Spence, 1997). Les schémas mentaux sont des connaissances enfouies dans la mémoire de long terme de l'acteur et qui lui permettent de décider sans procéder à des calculs comparatifs entre les alternatives. Ils représentent les croyances et les connaissances d'une personne sur le monde physique et social dans lequel il vit (Gaglio et Katz, 2001). Ils se composent de concepts, de pièces d'informations, d'objets, d'opinions, de propositions, de croyances, d'attributs d'un objet concret ou abstrait, d'items qui n'ont de sens qu'au sein d'une structure de relations (Allard-Poesi, 1998). Pour Bougon et Komocar (2003), à travers le schéma mental, le sujet détient une théorie d'une situation donnée. Cette théorie possédée lui permet de distinguer entre ce qui est un "bruit" et ce qui est un "signal" dans l'environnement. Ce sont des structures complexes qui permettent de modéliser le comportement d'un système (Endsley, 2001). Vaghely et Julien (2010) et Valliere (2013) définissent les schémas comme un ensemble de scénarios ou d'algorithmes de traitement préétablis existant dans la cognition et qui vont permettre par exemple à l'expert de comprendre facilement, parfois inconsciemment, l'environnement afin de fournir des jugements. Ils sont activés lorsque les conditions environnementales les stimulent à des fins de codage (Fray et Soparnot, 2007; Gallen, 2005 ; Merrill 2000). Ils définissent par ailleurs ce qui est sensible pour la cognition humaine à un moment donné (Fray et Soparnot, 2007). L'individu possède des représentations qui sont définies comme sa manière de penser, de s'appropriier les faits, d'interpréter sa réalité quotidienne et son rapport avec le monde (Paradas, 2009). Les connaissances dans notre mémoire sont sous forme de structures cognitives où les composantes sont des pièces d'informations nécessaires à la résolution de chaque type de problème. L'ensemble des modèles mentaux forme des classes de réalités vécues par l'individu et enregistrées dans son subconscient. Ils constituent l'encyclopédie mentale de l'individu (Gallen, 2005). Ils facilitent la réflexion et l'apprentissage en permettant à l'acteur de combler le vide informationnel dans les différentes situations qu'il expérimente (Maqsood et al., 2004). Ils s'enrichissent par apprentissage non conscient puisque l'expérimentation de nouvelles situations vient consolider les schémas existants. Ce sont des gabarits décisionnels mis à jour perpétuellement. Ces cadres vont permettre de percevoir le monde extérieur de façon particulière et de relier les changements s'y déroulant afin de forger des visions de ce monde-là qui existe indépendamment d'eux (Chea, 2008).

Deux types de modèles mentaux existent. Pour Baron (2006), le système cérébral renferme dans son hémisphère gauche des prototypes de ce qui peut être la réalité dans le monde extérieur tandis que l'hémisphère droit contient des exemples ou cas bruts propres à

une situation précise. Le système intuitif traite donc l'information soit comme des événements individuels à connotation émotionnelle encodés dans la mémoire directe (exemples) ou soit à un niveau d'abstraction élevé (prototypes) (Epstein, 2003). Les prototypes se distinguent des exemples par leur caractère idéalisé et le besoin de traitements substantiels de l'information chaque fois qu'ils sont remémorés (Chea, 2008). Ce sont des schémas logés à des niveaux d'abstraction très élevés et donc généraux. Ils peuvent s'appliquer à plusieurs domaines d'activité. Selon Baron et Ensley (2006), chaque individu se construit des représentations idéalisées de certains phénomènes de la vie ; lesquelles représentations constituent des prototypes qui lui permettront par la suite d'identifier des réalités sociales. Ces représentations sont par nature stables et leur remise en cause ne peut être que la conséquence d'une désorganisation du système social perçu par l'acteur (Epstein, 2003). Un prototype est une combinaison d'attributs, reliés à un événement et fréquemment utilisée par un individu (Baron 2006). Il a trois caractéristiques principales : la clarté du schéma qui mesure le consensus sur le prototype auprès de différents acteurs dans le même domaine ; la richesse de son contenu, c'est-à-dire que les prototypes les plus riches sont ceux contenant plusieurs dimensions ; la focalisation sur les éléments essentiels dans l'activité accomplie. Les prototypes représentent l'essence même des choses (Baron et Ensley, 2006). L'essence définit les caractéristiques principales qui activées doivent raviver d'autres caractéristiques (Woiceshyn, 2009). Ce qui permet d'avoir des décisions intuitives précises, concises, rapides et effectives. Un rapprochement peut être fait entre les propos de Baron (2006) sur la présence des prototypes dans l'hémisphère gauche du cerveau et la métaphore d'hémisphère gauche et droite de Mintzberg (1976). Selon ce dernier, l'hémisphère gauche renferme les processus analytiques de décision. Ce qui suppose que les prototypes faciliteraient un fonctionnement mental qui n'est pas intuitif. De plus selon Baron (2006), ce sont les novices qui possèdent substantiellement des prototypes qu'ils ont acquis soit par des formations soit par des apprentissages explicites. Ils manquent d'expériences et raisonnent donc de façon analytique par préférence.

Le modèle des exemples met l'accent sur les connaissances spécifiques de l'acteur décideur (Baron 2006). Ce sont des cas particuliers connus par l'acteur durant son expérience dans un domaine donné (Chea, 2008). Dans le modèle des exemples, les cas sont stockés à l'état brut et à un niveau élémentaire (Ward, 2004). Son opérationnalisation ne nécessite pas des traitements cognitifs intermédiaires. Comparativement aux prototypes, les exemples ont un faible niveau de stabilité et leur remise en cause n'influence que légèrement la personnalité des acteurs (Epstein, 2003). Les schémas dans le modèle des exemples sont plus précis (les

détails sont spécifiques et non généralisables *a priori*) que dans le modèle des prototypes. S'ils sont présents dans l'hémisphère droit du cerveau (Baron, 2006), ils sont plus adaptés à la prise de décision intuitive (Mintzberg, 1976).

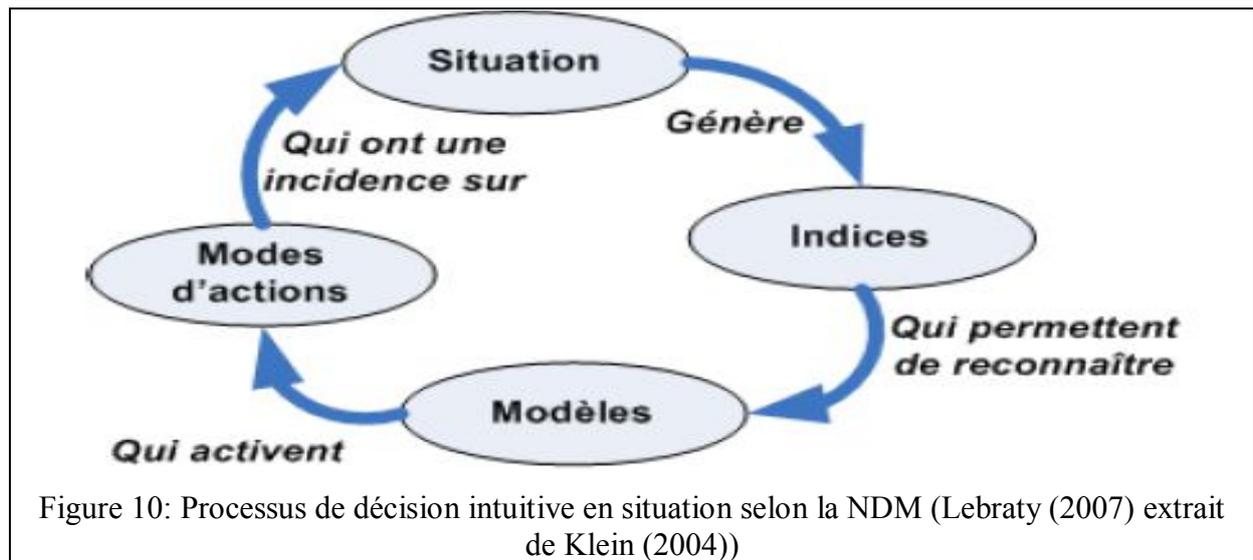
Le plus important et le plus subtil pour une intuition rapide et de qualité est la capacité de la conscience à programmer le subconscient à travers l'organisation de tous les savoirs acquis durant l'expérience, c'est-à-dire passer des exemples aux prototypes idéalisés si nécessaire (Chea, 2008). En détenant des schémas mentaux, l'acteur possède des situations types cristallisées dans sa mémoire ou dans son intelligence (Sonenshein, 2007). Les plus expérimentés ont un stock de situations types plus important. Ces formes préexistantes vont orienter son extraction de sens dans l'environnement grâce au mécanisme de reconnaissance de modèles que nous décrivons ci-dessous.

3.1.2. Le processus de reconnaissance des schémas ou des modèles

La reconnaissance de schémas est un mécanisme synonyme de perception à travers une certaine structure mentale existante (un filtre cognitif). Elle se base sur une recherche permanente de familiarité avec les situations vécues (Lebraty et Lebraty, 2010). L'acteur réactive des souvenirs stockés devant chaque nouveau stimulus (Cicero et al., 2015). Il décide intuitivement lorsqu'il compare de façon automatique un nouveau cas avec les situations stockées. Ce processus de comparaison est décrit comme une intégration cognitive non consciente, c'est-à-dire que les schémas mentaux forment des classes d'événements existants qui permettent de catégoriser de nouvelles situations rencontrées (Glöckner et Witteman, 2010). Les stimuli environnementaux sont perçus comme des composantes ou des parties d'un schéma stocké (Salas et al., 2010). En cas de forte similarité, le schéma est remémoré dans sa globalité afin de faciliter l'extraction de sens. L'acteur produit une décision par intuition ou un jugement intuitif parce qu'il y a un *matching* entre sa cognition et les stimuli qu'il perçoit dans son environnement. Les exemples étant des cas précis dans un domaine donné, ils bornent le champ de perception des experts (Baron 2006). Par exemple, l'entrepreneur expérimenté est plus apte à identifier des schémas d'opportunité dans un même secteur d'activité parce qu'il a vu de nombreux cas. Le mécanisme cognitif de reconnaissance peut se caricaturer comme le feuilletage des pages d'un catalogue ou d'une bibliothèque d'images ou de formes afin de trouver la représentation qui correspond au mieux à la situation expérimentée (Gary, 1993 ; Lebraty et Lebraty, 2010). Une représentation va ainsi accompagner le fait observé d'une signification. La compréhension qui est au centre du

processus intuitif découle donc d'une identification de formes dans l'environnement grâce aux expériences.

L'individu utilise les représentations ou les cadres cognitifs pour rendre intelligible la réalité, pour imposer une cohérence à des informations ou à des situations afin de faciliter leur compréhension (Fray et Soparnot, 2007). Les schémas cognitifs ou représentations sont des artefacts qui vont orienter l'action, c'est-à-dire qu'ils permettent des conceptualisations et des simulations qui participent à l'émergence des connaissances afin d'agir (Valliere, 2013). Pour Mintzberg et al (1976), le preneur de décision dispose de certaines routines mentales flexibles et informelles qui orientent le processus de décision. Elles structurent la connaissance en aidant à la détection des composantes pertinentes d'une situation de même que les relations entre elles (Elsbach et al., 2005). Elles permettent d'identifier les indices de l'environnement qui sont pertinents et qui vont être mis en correspondance avec les constituants du schéma mental existant (Endsley, 2001). Décrivant la capacité humaine à utiliser ses artefacts cognitifs, Weaver et Stewart (2012) parlent de compétence de correspondance pour désigner cette habileté humaine. La reconnaissance des schémas désigne la facilité à identifier des similarités entre les situations de façon instantanée afin de prendre des décisions (Sayegh et al., 2004 ; Dane et Pratt 2007). Selon Baron (2006), elle consiste à relier ou à introduire des liens entre des composantes apparemment distinctes de l'environnement afin d'y percevoir une image globale. C'est le « *connects the dots* » de Baron (2006 ; p.106). La figure 10 ci-dessous représente le cycle de la recherche de familiarité ou de la compréhension des situations selon le mécanisme de la reconnaissance des schémas : le contexte offre des indices qui permettent d'activer un schéma et d'identifier un modèle ; une action est ensuite envisagée.



Le mécanisme suppose que face à une situation complexe et non structurée, l'individu ne considère qu'une seule option dans son processus de choix (Lebraty, 2007). Si une nouvelle situation s'emboîte parfaitement dans une représentation existante, l'individu comprend la situation. Il y a reconnaissance d'un modèle et la situation est perçue comme familière. L'acteur va se souvenir de la solution qu'il avait mise en place et par simulation mentale, il essaie de voir si la même solution est adaptée au nouveau cas (Endsley, 2001; Salas et al., 2010). La simulation mentale consiste concrètement à imaginer les conséquences en cas de mise en œuvre de la solution. S'il y a adaptation, la solution est implémentée sans qu'à aucun moment l'individu ait eu à comparer des alternatives. Dans le cas où la solution produite n'est pas adaptée, la familiarité est maintenue et la solution initiale est considérée comme point de référence. Cependant, elle sera modifiée pour être valable dans la nouvelle situation (Kahneman et Klein, 2009; Lebraty, 2007). Dans le cas où la familiarité n'est pas établie, l'acteur réexamine le contexte afin d'y voir de nouveaux indices susceptibles de l'aider dans l'établissement de la correspondance. S'il n'y parvient toujours pas, une représentation mentale sera retenue par défaut afin de simuler une action. Il peut aussi repousser la décision. Le mécanisme de reconnaissance de schéma ne vise donc pas spécifiquement la production d'une solution nouvelle et innovante en situation (Lebraty et Lebraty, 2010). Ces derniers évoquent le maintien permanent d'un couple « situation vécue-situation actuelle » dans le processus de compréhension (Lebraty et Lebraty, 2010 ; p.5). Les processus ci-dessus décrits sont résumés par la NDM dans le modèle RPD (*Recognition-Primed Decision*) ou modèle de la première reconnaissance (Kahneman et Klein, 2009; Klein,

2008, 1993; Lebraty, 2007). La figure 11 ci-après représente les trois cas de reconnaissance de schémas.

Le point essentiel de la reconnaissance des schémas dans la prise de décision est donc la similarité entre l'expérience et le nouveau cas. La réaction en situation complexe ou incertaine s'ancre donc dans une recherche permanente de couple « cas connu-situation nouvelle ». L'intuition est ainsi désignée comme experte (Pretz et al., 2014) ou de résolution de problème (Dane et Pratt, 2009) avec une sorte de spécialisation de la cognition.

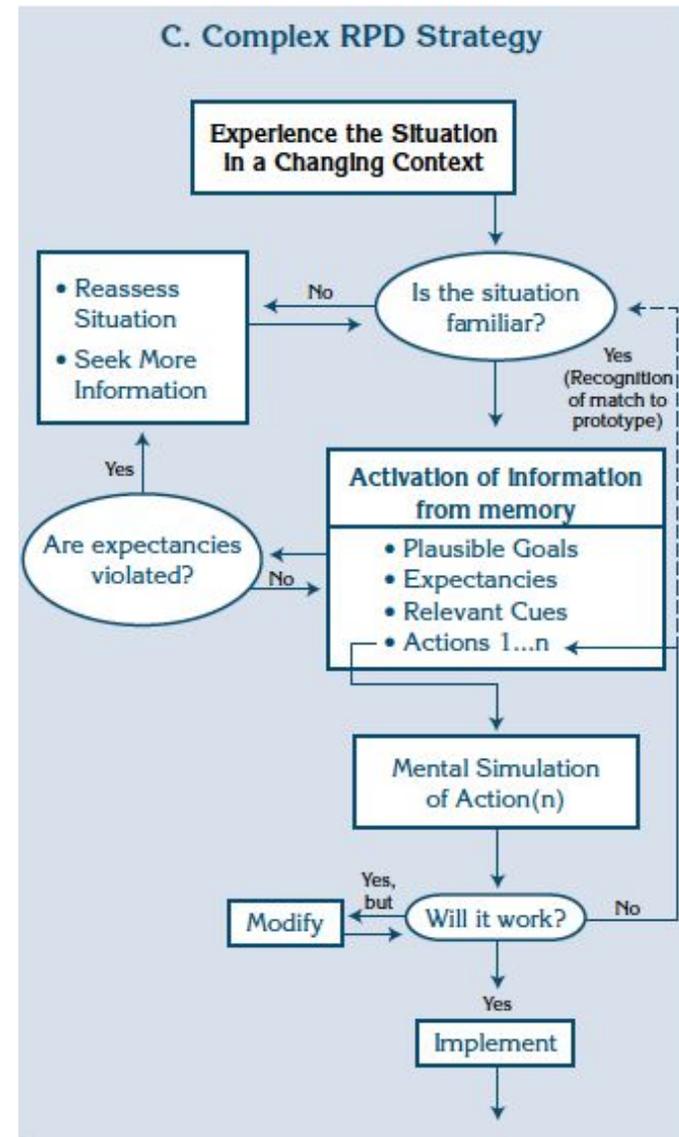
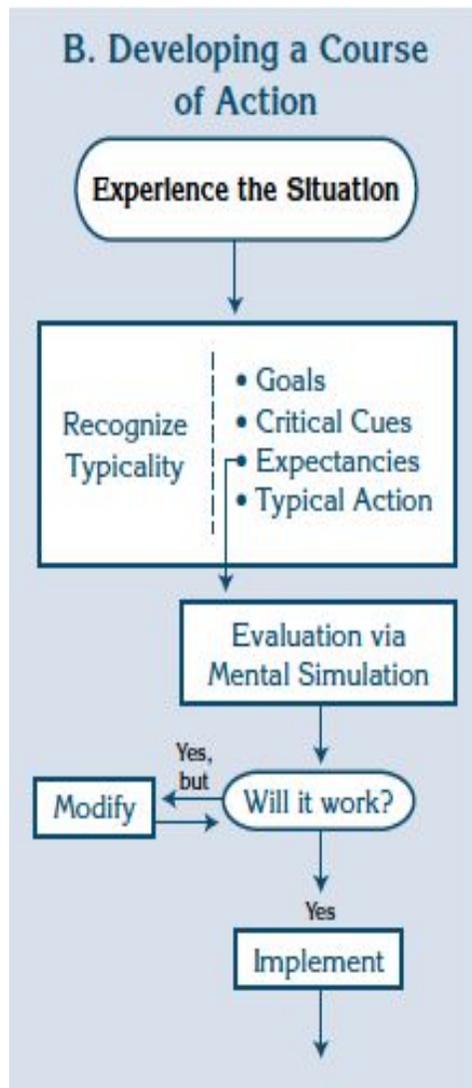
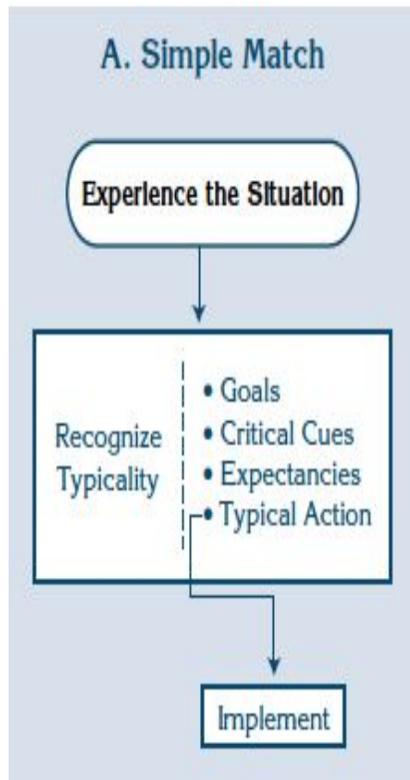


Figure 11: Figure 11: Recognition-Primed Decision (Klein 2003)

La reconnaissance des schémas a été mobilisée dans diverses disciplines. L'entrepreneuriat y fait largement recours dans ses conceptualisations. La tâche cognitive particulière de l'identification de l'opportunité est décrite comme un processus de reconnaissance de schéma (Chiasson et Saunders, 2005 ; DeTienne et Chandler, 2007)²⁶. L'entrepreneur est un acteur spécifique qui procède à une reconnaissance parce qu'il relie les différents événements et changements indépendants intervenant dans son environnement pour en déduire une nouvelle opportunité d'affaire (Baron, 2006). Ces différents événements existaient antérieurement à leur interconnexion par l'entrepreneur. Ils vont être ré-agencés par ce dernier grâce à ses schémas mentaux. Ainsi, l'entrepreneur expérimenté ne découvre des opportunités que dans son domaine de compétences qui a progressivement forgé ses structures cognitives. Baron et Ensley (2006) adoptent ce même mécanisme et vont plus dans le détail du prototype « idée d'affaire ». Ce dernier a, selon eux, les cinq caractéristiques suivantes : résolution d'un problème du consommateur, capacité à générer des *cash flow* positifs, risque gérable, supériorité du produit, potentiel de modification de l'industrie (nature de l'idée), un modèle financier favorable, l'avis positif des autres, le degré de nouveauté du produit, l'existence d'un marché nouveau, l'intuition (pourquoi c'était une bonne idée). Scheiner (2014) part de cette première étude de ce genre et analyse l'identification des opportunités d'affaires par quarante-trois entrepreneurs ayant créé au moins deux firmes. Il découvre qu'il n'existe pas un prototype idéal partagé par l'ensemble des entrepreneurs en ce qui concerne le nombre de caractéristiques et leur nature. Le plus grand nombre de constituants d'un prototype évoqué par un entrepreneur est de douze. Chaque entrepreneur a un prototype cognitif spécifique. Costa et al., (2013) mobilisent les prototypes mentaux dans l'analyse des comportements des entrepreneurs non expérimentés. Ils observent chez cette catégorie d'acteurs, en posant les mêmes questions que Baron et Ensley (2006), que les traits les plus importants du prototype « idée d'affaires » sont respectivement par importance décroissante : le risque de l'affaire, la capacité à générer du profit et la capacité à satisfaire les besoins des consommateurs durant la phase d'identification. La reconnaissance des schémas a donc conduit à énumérer des caractéristiques définissant un objet de décision. A notre connaissance, le processus qui conduit à évaluer ces différents éléments n'est pas étudié alors que ceci devrait être le cas d'autant plus que les prototypes varient selon les individus.

²⁶ « Opportunity identification will be better understood through the investigation of the schemas/mental models used by individuals to process new information in search of opportunities. » Gaglio (1997) cité par Mitchell, Friga, et Mitchell (2005), P.655

Le modèle de reconnaissance de schémas ou de recherche de similarité soulève deux problèmes en ce qui concerne notre problématique de recherche. D'abord, le mécanisme intuitif est censé réduire l'erreur de décision en situation d'incertitude (Lipshitz et al., 2001). Cependant, l'importance accordée à la recherche de similarité accroît le risque d'ancrage dans le passé (Cornelissen et Clarke, 2010). La probabilité d'ignorer des solutions créatives est donc élevée. Ce qui peut réduire le potentiel d'un raisonnement créatif. Il existe des cas où la meilleure perception est celle qui se démarque substantiellement de l'existant, c'est-à-dire que les caractéristiques de cette dernière confirment l'unicité du nouveau cas. Dans de tels cas, favoriser la similarité avec l'existant n'est pas selon nous la meilleure approche de perception. Le passé n'est toujours pas le guide le plus pertinent pour le présent et le futur (Weick, 1993). Ensuite, au cas où la similarité n'est pas évidente, la solution proposée par la NDM est la recherche d'informations supplémentaires pour arriver au *matching*. Ce qui pose une autre difficulté pratique puisque dans un contexte ambigu et incertain, l'information supplémentaire pertinente n'est pas toujours disponible et l'acteur n'a pas toujours la possibilité d'attendre l'apparition de nouveaux indicateurs. C'est le cas de l'investissement dans les idées entrepreneuriales en amorçage où il faut décider avec l'existant. La NDM et les auteurs qui y sont affiliés ne proposent donc pas pour nous, de solutions satisfaisantes complètes pour comprendre la décision intuitive en incertitude comme nous l'avons décrit. Elle ne décrit pas suffisamment ce que l'acteur fait des différentes informations qu'il a dans des cas supposés uniques. Nous pensons que la similarité à laquelle ce courant accorde tant d'importance est subjective mais à aucun moment il ne met l'accent sur cette recherche de similarité par l'individu en situation. Le *matching* est postulé comme le fruit de l'expérience et la recherche empirique se focalise d'une part sur la succession de l'action en situation d'urgence (Canet et al., 2012; Klein, 1993) et d'autre part sur le contenu des schémas mentaux (Baron et Ensley, 2006; Costa et al., 2013). Le processus de choix et de traitement de l'information est très peu cerné par la NDM. Les schémas mentaux sont de véritables outils pour pénétrer l'incertain mais cette lecture du processus intuitif n'a pas su expliciter comment ces modèles mentaux facilitent la perception et l'interprétation active des situations jamais rencontrées (Fray et Soparnot, 2007 ;Gaglio et Katz, 2001). Dans le cas de situations non-reconnues ou nouvelles, il faut aller chercher une nouvelle interprétation. Les configurations imprévues ou radicalement nouvelles sont très peu décrites par la NDM (Giordano et Musca, 2012). Néanmoins, cette littérature est bien utile puisqu'elle rappelle la nécessité d'aller observer la décision en situation réelle d'une part et d'autre part elle fait allusion à une notion de raisonnement par analogie qu'elle lie à l'intuition (Lebraty, 2007). C'est un point important

puisque dans la suite, il va nous permettre d'éclaircir l'énigme de la recherche subjective de similarité. Le mécanisme de l'alignement structurel s'intéresse à cette construction subjective de la similarité comme base du processus intuitif.

3.2. Le raisonnement analogique ou l'alignement structurel

Le mécanisme de l'alignement ou la similarité structurelle (Gentner, 1983; Grégoire et al., 2010) est une approche complémentaire pour cerner le rôle des schémas mentaux. Il veut décrire la construction active des modèles décrivant une situation. Les structures cognitives complexes et sophistiquées structurent activement la création de la connaissance (Elsbach et al., 2005). Elles permettent à l'acteur d'organiser directement l'interprétation des informations auxquelles il a accès afin de découvrir de nouvelles configurations de son environnement (Tang et al. 2012). Pour Hill et Levenhagen (1995), l'individu cherche à comprendre comment et pourquoi les choses ou les faits s'interconnectent entre eux dans un contexte d'incertitude. Il va ainsi prédire et contrôler l'environnement, transformer l'inconnu en connu (Vatin et al., 2010).

L'alignement structurel (*Structural Mapping Theory* ou SMT) remonte aux travaux de Gentner (1983). Il consiste à percer le mystère de l'interprétation des situations par les acteurs en se focalisant sur la forme de leur argumentation ou de leur produit discursif. Il stipule que l'individu interprète les faits en procédant par analogie. Cette dernière consiste à rapprocher deux situations dans lesquelles il existe des similarités structurelles, l'objectif étant de faire des inférences pertinentes entre les cas (Gentner et Kurtz, 2006). La SMT redéfinit donc la notion de similarité dans l'interprétation des contextes nouveaux. La situation n'existe plus *ex-ante* dans la cognition. Elle est subjectivement construite par l'acteur à travers son discours. C'est aussi à travers le discours qu'il établit les similarités entre les cas.

3.2.1. Définition d'une situation par la SMT

Selon Gentner (1983), l'individu se représente les situations comme un système de nœuds et de propositions (formes discursives) et les distinctions qu'il fait entre ces différentes formes déterminent la nature de son raisonnement. Les différentes formes discursives ont des effets différents sur l'interprétation des situations par les décideurs (Grégoire et Shepherd, 2012). La SMT décrit l'interprétation à travers le discours des acteurs. Elle définit une situation à travers deux niveaux d'observation : le niveau des caractéristiques superficielles et le niveau des relations structurelles (Mason, 2004). Les caractéristiques superficielles sont des attributs basiques d'une situation alors que les relations structurelles représentent les liens

entre ces différents attributs. Si nous prenons l'exemple d'une technologie, ses caractéristiques superficielles sont : l'inventeur, les pièces qui la constituent, les matériaux avec lesquels elle fonctionne etc. (Grégoire et al, 2010). Une caractéristique superficielle ou un attribut est un élément statique observable directement de la situation alors qu'une relation met en mouvement un attribut ou met en contingence deux objets ou arguments (Gentner et Gunn, 2001). Les relations structurelles représentent la carte mentale d'une réalité dans sa globalité alors que les attributs superficiels représentent les points constituant cet ensemble. Les attributs sont plus pertinents au sein de la carte globale. Un individu va organiser son interprétation ou sa construction de sens en fonction des caractéristiques superficielles et des relations structurelles.

Gentner (1983) définit deux types de relations structurelles. La relation de premier ordre représente un attribut superficiel en mouvement (ou son fonctionnement). Elle désigne des effets directs et observables par l'acteur. La relation d'ordre élevé représente des caractéristiques plus abstraites d'une réalité. Ce sont des liens indirects entre les caractéristiques visibles. Elles représentent des interactions fonctionnelles entre les attributs d'une situation et qui ne sont pas observées. Elles expriment des causalités entre des relations de premier ordre. Ce sont les « relations entre les relations » (Mason, 2004). Elles représentent le cœur d'une situation et de la création du sens. En incertitude, l'acteur crée du sens et fait des inférences en énonçant plus de relations d'ordre supérieur. Selon Gentner (1983), la notion d'ordre dans la relation est définie par l'ordre de l'argument qu'elle contient. Une relation de premier ordre considère un attribut comme argument. Une relation de second ordre contient au moins une relation de premier ordre dans ses arguments. Une relation d'ordre n contient au moins une relation d'ordre $n-1$ dans ses arguments. S'il est important de détecter dans un premier temps les caractéristiques superficielles d'une situation, il faut encore s'investir cognitivement pour identifier les liens structurels qui sont plus pertinents afin de donner du sens aux situations les plus complexes. Les relations structurelles sont particulièrement importantes dans le cas de décisions en incertitude (Keane et al., 1994). Le recours aux relations nécessite plus d'efforts cognitifs et les acteurs les plus expérimentés affichent une plus grande aptitude à raisonner structurellement. Finalement, une situation va être définie comme un système d'objets/attributs et de relations entre ces attributs articulés au sein d'un discours en temps réel (Gentner, 1983) alors que la reconnaissance des schémas la cantonne à une représentation préexistante dans la mémoire.

3.2.2. La SMT et le concept de similarité

La SMT ou l'alignement structurel de Gentner (1983) décrit les règles implicites utilisées par les acteurs dans leurs tentatives d'interprétation d'une situation complexe. Elle pose comme principe de base que c'est par analogie que les acteurs donnent du sens à leur contexte en transférant des relations structurelles qui existent dans un domaine ou contexte source vers un autre qui est la cible (Keane et al., 1994). La pertinence d'une analogie va dépendre de la qualité des inférences qu'elle induit afin de décrypter les inconnus dans une cible (Gentner et Kurtz, 2006). Selon Markman et Gentner (1993), les acteurs procèdent par alignement structurel lorsqu'ils doivent faire une évaluation ou une interprétation d'une situation cible incertaine. Dans ce type de fonctionnement mental, les objets sont rapprochés les uns des autres en fonction de leur rôle dans les relations structurelles et non de leur nature directe. Le transfert des relations structurelles d'une source vers une cible requiert les conditions suivantes : la disponibilité d'un domaine source à partir de laquelle les informations sont extraites (remémoration ou *retrieval*) ; la capacité à identifier les relations structurelles entre deux objets pour produire un transfert pertinent (*mapping* ou *matching*) ; l'accès et l'utilisation de la source pertinente doivent être guidés par la motivation d'une meilleure compréhension afin de cerner un flou informationnel (Mason, 2004). Le modèle de la SMT ne diffère pas fondamentalement de la reconnaissance des schémas puisqu'il nécessite aussi une remémoration de souvenirs. Cependant, c'est la nature même du *mapping* ou de la similarité qui singularise le raisonnement analogique (Gentner et Smith, 2012). Le tableau ci-dessous présente les différentes formes de similarité selon Gentner (1983).

Tableau 6: Différentes formes de similarité Gentner (1983 ; p.161)

	Nombre d'attributs similaires entre la source et la cible (alignement superficiel)	Nombre de relations similaires de la source à la cible (alignement relationnel)
Similarité littérale	Elevé	Elevé
Analogie	Faible ou nul	Elevé
Abstraction	Faible ou nul	Elevé
Anomalie	Faible ou nul	Faible ou nul

Selon Gentner et Markman (1997), l'analogie prend substantiellement en considération les ressemblances structurelles entre les objets, ce qui la distingue de la similarité littérale qui requiert des ressemblances à tous les niveaux de comparaison. La similarité littérale suppose qu'il y a correspondance entre deux cas lorsqu'ils sont identiques

aussi bien à l'échelle superficielle que structurelle. Une similarité est dite superficielle lorsque l'acteur établit des correspondances directes entre les objets ou attributs superficiels de deux cas. La recherche de similarité se base ici sur des éléments isolés. Elle conduit à l'établissement de correspondances basées sur des apparences entre situations (Cornelissen et al., 2011; Etzion et Ferraro, 2010). Par exemple : « *Milk is like water* » (Etzion et Ferraro, 2010 ; p : 1094). La similarité superficielle est liée au fait que les deux éléments sont tous des substances liquides. Avec une telle similarité, l'individu va rechercher dans les nouvelles situations qu'il expérimente, les éléments contextuels qu'il a déjà vus dans d'autres configurations. Ce qui suppose qu'il possède une représentation précise de la situation qu'il va reconnaître. Dans une configuration extrême, il a tellement vécu la situation que sa reconnaissance advient rapidement au-delà de toute conscience. C'est le cas le plus souvent des experts dans leur domaine d'activité après un certain nombre d'années et qui forgent ainsi leur avantage par rapport aux novices. Une similarité relationnelle correspond à des relations communes entre deux cas. Prenons l'exemple suivant : considérons que le lien entre A et B conduit à une signification particulière ; cette signification apparaît pertinente parce que dans un autre cas, la même signification était importante nonobstant le fait qu'elle est obtenue grâce à un lien entre C et D. Ce qui signifie que l'interprétation ancrée dans les similarités relationnelles considère substantiellement les significations structurelles et non les composantes individuelles qui visiblement sont différentes.

Similarité littérale et analogie représentent les extrêmes d'un *continuum* où les paramètres sont le nombre d'attributs similaires et le nombre de relations communes. Le nombre d'attributs superficiels similaires entre deux cas caractérise le degré de transparence d'une analogie (Gentner et Smith, 2012). Les analogies les plus pertinentes sont celles qui ont un faible degré de transparence alors que la similarité littérale implique une forte transparence. Le faible niveau de transparence présage donc de l'effort cognitif nécessaire au raisonnement analogique ou par alignement structurel. L'abstraction se distingue de l'analogie par le niveau conceptuel de la relation invoquée dans la recherche des ressemblances entre la cible et la source. Les cas de similarité littérale se rapprochent de situations où le passé se reproduit presque à l'identique. Grégoire, Barr et Shepherd (2010) découvrent dans leur analyse de la détection des opportunités d'affaires par les managers que le processus cognitif qu'ils utilisent mobilise substantiellement l'alignement structurel entre cible et source.

Initialement, l'analogie a été réduite à la seule présence de relations structurelles communes entre deux cas. Aujourd'hui, une complémentarité entre objets et relations est

davantage acceptée pour décrire l'interprétation des situations (Gentner et Kurtz, 2006). En effet, le processus d'interprétation selon la SMT admet deux phases : l'activation d'une analogie ancienne et le transfert des relations structurelles (Gentner et al, 1993). Les correspondances superficielles provoquent la remémoration des modèles analogiques enfouis dans la mémoire. Les similarités superficielles peuvent être contextuelles afin de rappeler à l'acteur l'enjeu de sa décision et l'implication cognitive qu'elle requiert (Gentner et Smith, 2012). Les souvenirs sont ensuite utilisés pour établir des similarités relationnelles durant l'interprétation. Durant cette création de sens, les similarités structurelles doivent dominer les ressemblances superficielles en minimisant l'influence de cette dernière. Ainsi, chaque catégorie de similarité a son rôle à jouer dans le processus de compréhension des situations en incertitude (Gentner et Smith, 2012). Selon Markman et Gentner (1993), les similarités d'objets et les relations structurelles n'interviennent pas séquentiellement et de façon exclusive dans le processus mental d'interprétation. Elles peuvent être présentes simultanément. Gentner et al (1993) retrouvent le même résultat mais en précisant qu'en fonction de chaque phase (remémoration et interprétation), il y avait une similarité plus prépondérante que l'autre. Ainsi, la remémoration est facilitée par la similarité superficielle des objets. Les interprétations et inférences les plus pertinentes sont faites en mobilisant substantiellement les similarités relationnelles. L'interprétation globale subjective par nature que l'on fait d'une situation dépend aussi bien de la connaissance que l'acteur a des attributs d'une situation, mais aussi des relations profondes structurelles qui fondent les situations. La compréhension d'une situation est plus facile lorsqu'elle se base sur des similarités structurelles (Cornelissen et al., 2011). Pour Gavetti et Rivkin (2005), la plupart des erreurs de raisonnement découlent du recours à des comparaisons superficielles dont les arguments sont des attributs directs des situations. En procédant ainsi, l'acteur provoque artificiellement des similarités. Les risques de biais d'ancrage et de confirmation sont très élevés dans ce cas. Le raisonnement analogique est utile pour de simples décisions quotidiennes, mais explique aussi des choix plus complexes (Gentner et Smith, 2012).

Les individus respectent implicitement un certain nombre de principes quand ils raisonnent par analogie. La figure 12 ci-dessous schématise ces principes et les composantes de raisonnement analogique.

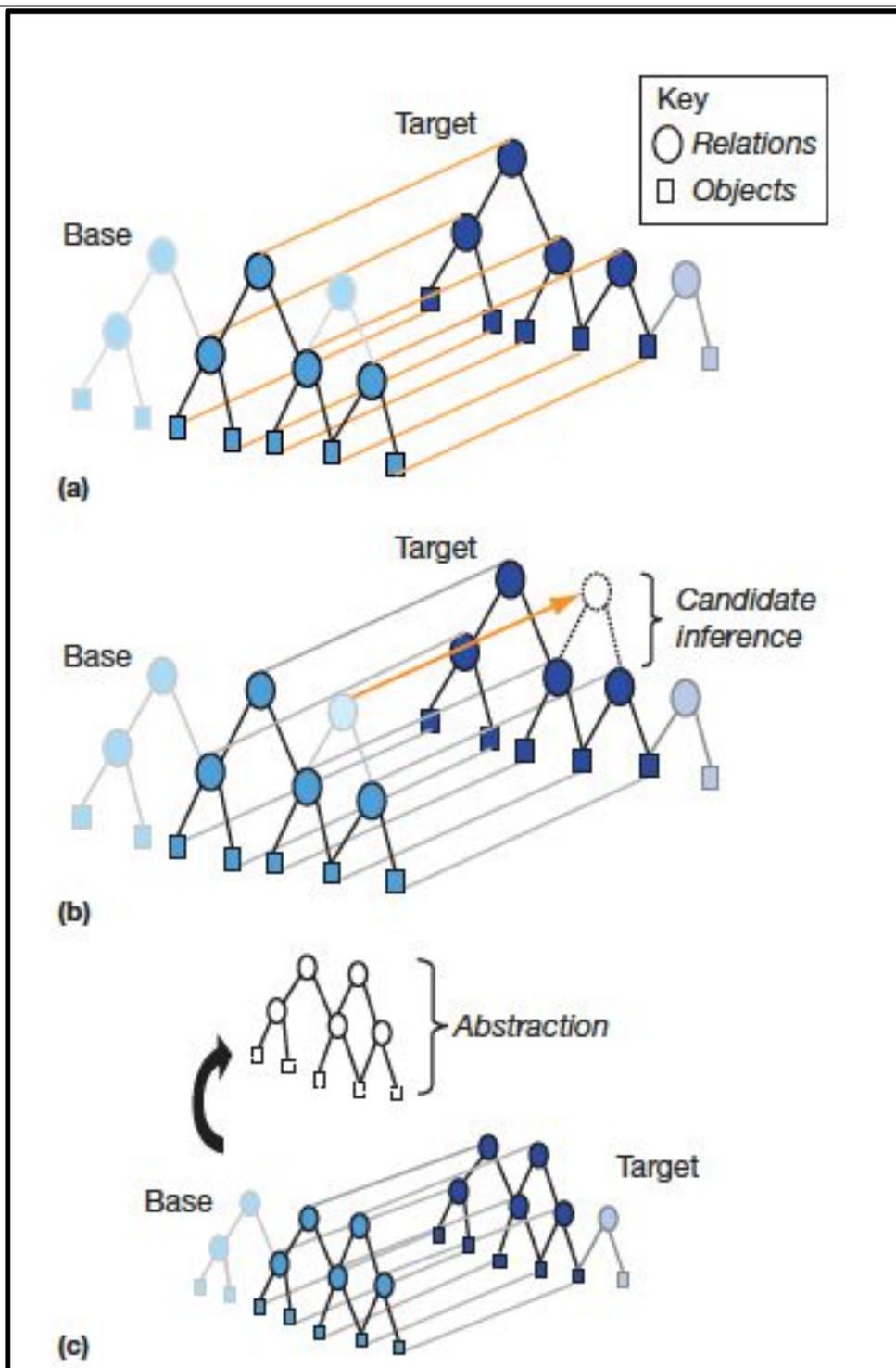


Figure 12: : l'analogie comme alignement structurel. (a) similarité superficielle et relationnelle entre la source et la cible ; principe de la correspondance one by one. (b) le raisonnement analogique permet de faire des inférences à partir de la source pour combler un manque dans la cible. (c) la comparaison peut parfois produire des modèles abstraits qui seront stockés pour des situations futures ; le modèle abstrait consolide le système de relations. (Source Gentner et Smith, 2012)

Le premier principe est la nécessité d'une correspondance « *one by one* ». Chaque élément de la source ne doit être mis en correspondance qu'avec un et un seul élément de la cible (Gentner et Smith, 2012). Ce principe se retrouve sur la figure 12 (a). Le second principe est celui de la systématique ou la connectivité (Gentner, 1983). La systématique signifie que les relations sont profondément corrélées pour former un système stable de sens. Tous les prédicats d'un tel système sont interconnectés, c'est-à-dire que la modification d'un élément entraîne celle des autres dans un sens ou dans l'autre. Ce système représente la structure profonde des situations et les prédicats qui forment son noyau sont prépondérants dans le raisonnement par analogie d'une source vers une cible. Cette connectivité profonde facilite la génération et la validation des inférences (Gentner et Markman, 1997; Keane et al., 1994). La validation de l'inférence est représentée sur la figure 12 (b) où la flèche orange représente l'inférence que le décideur fait vers la cible. La relation qui est projetée est elle-même ancrée dans un système de relations dans la source, ce qui offre une certaine validité au transfert de celle-ci (Cornelissen et al., 2011). Toutes les relations n'ont pas la même importance dans le raisonnement par analogie ou par alignement structurel. Les prédicats les plus pertinents dans l'interprétation des cas sont ceux qui appartiennent au système de relations. L'abstraction figure 12 (c) montre un phénomène de génération de prototype issu du cas analysé. Ce prototype est conservé en mémoire de façon non consciente jusqu'à ce qu'il soit ravivé par d'autres stimuli et dans le cadre d'autres opérations cognitives.

L'alignement structurel comme processus de raisonnement ou de recherche des similarités a un autre avantage : c'est de faciliter l'identification des différences entre deux objets (Gentner et Gunn, 2001; Gentner et Smith, 2012). L'argument défendu par Gentner et Gunn (2001) et Gentner et Markman (1997) est que plus deux objets sont structurellement similaires, plus l'individu est capable de déterminer ce qui les différencie. L'acteur est plus capable d'identifier les caractéristiques profondes et essentielles qui singularisent chacune des situations. L'acteur arrive plus facilement à contraster deux situations et même à adapter des composantes de la source à la cible (Etzion et Ferraro, 2010). Les travaux distinguent des différences alignables et des différences non alignables (Gentner et Gunn, 2001 ; Mason, 2004). Une différence est dite alignable lorsque le sujet évoque des propriétés contrastantes de deux cas ou lorsqu'il compare explicitement les deux situations sur la base d'une relation qui leur est commune (Kurtz et al., 2001)²⁷. Ceci confirme l'importance des relations structurelles

²⁷ Une différence non alignable fait référence à des relations ou caractéristiques qui ne se répètent pas dans les deux cas à comparer.

qui représentent les réelles caractéristiques fondamentales d'une réalité alors que les attributs peinent à cerner l'essence des choses que nous observons dans notre environnement (Gentner et Gunn 2001; Grégoire, Barr, et Shepherd 2010). Similarités et différences alignables sont positivement corrélées. Les différences alignables permettent donc plus de singulariser le nouveau cas. Il s'agit d'une caractéristique distinctive du raisonnement analogique par rapport aux autres approches de décision. Interpréter, c'est non seulement trouver des points de similarités (relationnelles) mais aussi des différences. Ceci représente un avantage clé quand l'acteur veut identifier le potentiel idiosyncrasique d'une nouvelle situation.

3.2.3. *La SMT et les métaphores conceptuelles*

Le transfert de relations qui sous-tend l'alignement structurel ne relève pas d'un mysticisme. En effet, l'acteur s'engage dans un processus de re-représentation des faits (Gentner et Krutz, 2006). Il réécrit les situations en divers termes ou mots qui lui sont propres. Il expérimente les situations de façon conceptuelle du moins. Le langage, la communication et le récit permettent d'extraire du sens des situations incertaines et uniques (Cornelissen et al., 2011; Weick et al., 2005). Ils permettent aux individus d'emprunter des logiques ou pratiques d'ailleurs pour structurer ou comprendre un autre totalement différents et très souvent nouveau. Ils forgent la réflexion et la pensée créative des individus. L'acteur analyse sémantiquement des prédicats ou arguments non identiques dans les différentes relations afin de faire émerger une ressemblance plus ou moins partielle entre deux cas. Ce processus est pour nous une approche de *sensemaking* et de *sensegiving* ou d'*intuiting* par lequel le contexte est cerné. Dans cette réécriture des situations, l'acteur s'exprime de façon métaphorique ou analogique. Ces dernières guident la réflexion afin de comprendre des situations complexes en réduisant l'incertitude (Cornelissen et al., 2011). Ce sont des styles langagiers essentiels à la cognition humaine. Elles fournissent les structures cognitives nécessaires pour cerner les cas non familiers et les changements. Pour Hill et Levenhagen (1995), les schémas cognitifs les plus efficaces sont ceux qui s'extériorisent à travers des métaphores. Ceci garantit une certaine flexibilité de la cognition dans un contexte d'incertitude. Une métaphore est une expression incomplète sur une chose mais en des termes autres que l'élément sous observation (Cornelissen et Clarke, 2010). Elle fait intervenir à la fois des similarités relationnelles et superficielles dans la réflexion (Etzion et Ferraro, 2010). Elle va souvent contredire l'idée que l'on souhaite exprimer, ce qui augmente sa capacité de communication et peut être source de motivation. La métaphore permet de résumer un ensemble d'idées ou d'informations en quelques mots. Elle définit une stratégie de raisonnement fiable lorsque la

quantité d'informations disponibles dépasse la capacité cognitive humaine et est incomplète par nature. Lorsque la situation est ambiguë et le problème en question est mal structuré, le recours aux métaphores facilite la réflexion (Hill et Levenhagen, 1995). Une métaphore a aussi une composante émotive qui stimule l'affectif chez l'homme. Un modèle mental va s'externaliser à partir d'expressions métaphoriques lorsque l'incertitude est élevée. Les métaphores et les analogies sont des armes verbales qui sous tendent le raisonnement par alignement structurel puisqu'elles promeuvent un processus réflexif susceptible de mettre en évidence les équivalences entre les situations mais aussi leurs contradictions fondamentales (Etzion et Ferraro, 2010). C'est ainsi qu'elles facilitent la recherche et la résolution des problèmes complexes.

L'articulation de la communication grâce à ses différentes figures langagières est un média de réflexion important en incertitude (Cornelissen, 2005; Cornelissen et al., 2012; Hill et Levenhagen, 1995). Elles permettent d'exprimer en des termes connus, une situation nouvelle (Bingham et Kahl, 2013; Hill et Levenhagen, 1995). Elles peuvent aider à rendre compréhensible une nouveauté entrepreneuriale et définir l'opportunité d'investissement (Navis et Glynn, 2011). Plutôt que de viser un *matching* avec un cas connu (reconnaissance de schémas), les métaphores et les analogies permettent de singulariser un cas nouveau tout en facilitant la perception au sein de son auditoire. Elles ne représentent pas seulement les célèbres idiomes ou codes sociaux ou figures de style partagés par une communauté. Elles constituent des manipulations verbales individuelles organisatrices de la pensée afin de rendre familière une situation nouvelle unique (Cornelissen et Clarke, 2010). Elles sont dites conceptuelles en ce sens qu'elles facilitent la réflexion (McGlone, 2007). Elles forment la base d'un raisonnement inductif situé qui permet d'inférer l'avenir malgré l'incertitude, facilitant le passage d'un cas connu vers une cible inconnue. Les travaux autour de l'usage des métaphores et des analogies ont prouvé qu'elles délaissent les principes de similarité directe pour favoriser la créativité et l'émergence de nouvelles structures du sens (Cornelissen, 2005). Cornelissen et Clarke (2010) parlent d'un modèle créateur de sens appelé *alignment first* (vs raisonnement calculatoire) qui est très important pour la phase de démarrage entrepreneurial. Pour Etzion et Ferraro (2010), les métaphores et analogies provoquent une première ressemblance pour ensuite laisser la place à la mise en évidence des contradictions et caractéristiques idiosyncrasiques. Elles favorisent la compréhension à l'échelle collective. A travers ces expressions, le porteur d'une innovation ou le défenseur d'une idée assure une certaine légitimité cognitive à son idée lorsqu'il tente non seulement de trouver une cohérence dans son propre raisonnement mais aussi de partager son idée avec une audience (Navis et

Glynn (2011). Toutes les idées ou interprétations nouvelles peuvent émerger grâce à des métaphores et analogies conceptuelles individuelles et être partagées par le même canal.

Le *sensemaking* ou la création du sens n'est pas à dissocier du *sensegiving* (le partage de sens) surtout lorsque ce sens est subjectivement construit à travers des métaphores (Gioia et Chittipeddi, 1991). Selon une perspective psycho-cognitive, ce *sensegiving* s'organise autour de l'émergence d'artefacts conceptuels partagés au sein d'une communauté. Ces artefacts prennent la forme de métaphores conceptuelles qui permettent de rendre compréhensibles des faits qui sont singuliers (Cornelissen et al., 2012; Cornelissen and Clarke, 2010). L'enjeu est donc double puisque dans sa logique de création de sens face à l'incertitude, l'acteur doit aussi veiller à ce qu'il puisse partager sa signification avec d'autres acteurs dans son environnement. C'est à travers l'acquiescement d'autrui que les significations que nous affectons aux choses nouvelles gagnent en pertinence. C'est le sens partagé à un moment donné qui régit la vie d'une communauté d'acteurs impliqués dans une même réalité (Paillé et Mucchielli, 2012). Ainsi, le fait de recourir aux métaphores dans sa création subjective de sens permet aussi de partager la perception émergente. Le recours aux métaphores met en évidence la nécessité de la dualité légitimité-équivoque (Navis et Glynn, 2011). En effet, pour une idée ou interprétation nouvelle, il faut démontrer son unicité (distinction) tout en la légitimant auprès des autres acteurs (Etzion et Ferraro, 2010). Les propos dans cette sous section nous encouragent à aller chercher le sens attribué aux différents projets dans le discours de l'investisseur. Le langage ou le discours est un média intéressant pour ce type de raisonnement.

3.3. La versatilité cognitive et la création de sens en incertitude

Dans cette partie, il ne s'agit pas de décrire un autre processus de décision mais d'évoquer un autre aspect qui peut réduire la marge d'erreur dans la prise de décision en incertitude. La versatilité cognitive découle de la perspective bi-systémique. Cette dernière en reconnaissant l'orthogonalité entre les deux systèmes de traitement de l'information, affirme qu'ils fonctionnent néanmoins simultanément et interagissent (Sinclair et Ashkanasy, 2005). Selon Isaack (1978), intuition et intellect forment un tandem, c'est-à-dire que la nouvelle idée émerge souvent de façon intuitive et l'intellect procède par analyse pour expliquer logiquement, mettre en place une structure, des règles et des tests afin d'induire le jugement. Pour Mintzberg (1976), à l'échelle de la prise de décision en organisation, les managers doivent combiner les facultés des deux hémisphères du cerveau. Selon Epstein et al. (1996), les deux systèmes de traitement de l'information sont interconnectés et adviennent

conjointement. La performance décisionnelle des managers dépend de leur capacité, au cours d'une tâche à passer d'un style cognitif à un autre et à reconnaître le bon moment pour faire ce *switch* en fonction des situations qui se présentent à eux (Sadler-Smith et Sparrow, 2007)²⁸. Pour Betsch et Glockner (2010), le processus analytique se charge de la collecte d'informations qui vont servir d'*inputs* à un processus intuitif chargé de les transformer en jugement. Hodgkinson et Clarke (2007) présentent une typologie d'acteurs pour la décision stratégique en croisant les deux axes du style cognitif humain. Nous la trouvons assez synthétique du discours autour de l'orthogonalité et de l'interférence entre les des deux styles cognitifs (Figure 13 ci-dessous).

- le *detail conscious* désigne des acteurs qui ont un score élevé sur l'axe analytique et faible ou nul sur l'axe expérientiel. Face au chaos informationnel (surabondance de l'information, redondance etc.), ces acteurs sont rapidement paralysés. Ils sont incapables de déceler le sens enfoui dans ce flou informationnel dans lequel ils sont plongés. Ils ne peuvent pas décider sans ligne directrice. Lorsqu'ils doivent affronter des tâches avec des *inputs* subjectifs intuitifs, ces individus trop analytiques ont des difficultés. Ils vont être lents dans leur approche d'analyse de la situation parce qu'ils cherchent en vain sans trouver la "règle". Des dysfonctionnements vont naître et ainsi entraîner de la frustration et de l'ennui créant chez certains d'entre eux des réactions défensives et un sentiment d'insécurité.

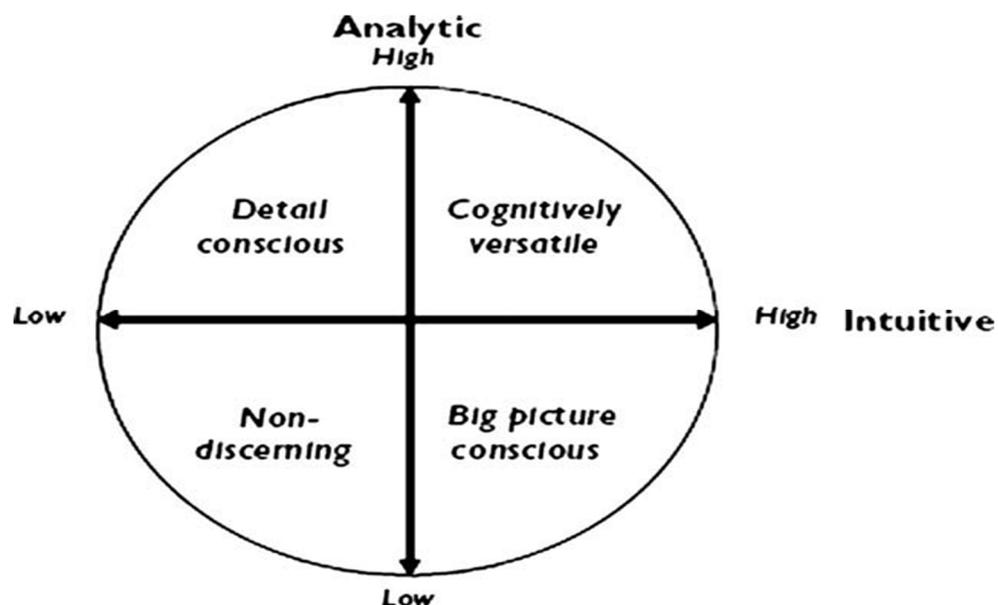


Figure 13: : Représentation de la versatilité cognitive (Hodgkinson et Clarke, 2007)

²⁸ « Executives might achieve a more balanced perspective by considering both rationality and intuition as complementary and mutually reinforcing components of a decision strategy. » (Sadler-Smith et Shefy, 2004; p.87)

- les *big picture conscious* sont des individus qui sont très intuitifs mais avec un score nul ou faible sur l'axe analytique. Ils maîtrisent l'art du jugement intuitif c'est-à-dire qu'ils sont capables de se forger des visions globales (holistiques d'où l'idée de *Big picture*) des différentes situations caractérisées par la surabondance des informations et le chaos. Cependant, il leur arrive dans leur approche globalisante de passer outre des détails infimes importants à la prise de décision. Ils ont la capacité de découvrir la nouveauté, mais sont souvent prisonniers de leur intuition. Ceux sont des acteurs de nature provocante dans les groupes. Ils ont parfois du mal à convaincre les autres. Ils vont être paralysés dans un environnement truffé d'algorithmes et de méthodologies computationnelles préétablies.
- les *non discerning* ont des scores faibles sur les deux axes du style cognitif. Ce sont des individus qui manquent de discernement en matière de choix. Ils sont incapables de rechercher les détails critiques dans la résolution de problèmes et il leur est aussi impossible d'avoir une vue d'ensemble du phénomène. Ils ont tendance à suivre les autres. La procrastination est une de leur caractéristique principale. Qu'il soit en groupe ou seul, leur savoir provient des autres et ils accordent beaucoup d'importance à l'opinion d'autrui. Ces acteurs vont fuir les situations critiques (problèmes) à résoudre. Ils ne peuvent faire des choix stratégiques décisifs pour les firmes.
- Les *cognitively versatile* ont un fort score sur l'axe analytique et sur l'axe intuitif. Ce sont des acteurs qui ont une forte envie de détails et simultanément ne perdent pas leur potentiel de perception holistique. Ils ont une certaine maîtrise de leur approche cartésienne à un tel degré tel qu'ils sont aussi capables de court-circuiter le besoin en détails en cas de nécessité. Ces acteurs sont plus capables de balancer entre les deux modes extrêmes du style cognitif. Ils sont capables de s'adapter à la contingence à laquelle ils font face.

Au-delà d'un style de raisonnement spécifique, il s'agit ici de préciser que dans leur création subjective de sens, les acteurs vont utiliser des variables aussi bien intuitives qu'analytiques. Ils le font parce qu'il s'agit d'un mécanisme d'ajustement cognitif qui permet de réduire la marge d'erreur. Le fait d'avoir recours à des composantes analytiques n'enlève pas la caractéristique intuitive à la décision. C'est la manière dont les différentes variables mobilisées sont interconnectées ou utilisées qui confère la dénomination de « processus intuitif » au comportement décisionnel face à l'incertitude (Mintzberg, 1976). La versatilité

cognitive soutient donc la possibilité de coexistence des différentes variables dans l'alignement structurel qui caractérise la décision intuitive.

Pour conclure cette section, rappelons que notre développement ci-dessus réduit le processus intuitif à quatre phénomènes potentiels : les représentations mentales (prototypes ou exemples ou modèles abstraits), la structure du raisonnement avec le transfert des similarités structurelles plus que superficielles, la création du sens à travers le langage et la versatilité cognitive. Ces phénomènes peuvent donc influencer la décision en incertitude. Nous présentons ci-dessous le tableau 7 comparant les deux processus du jugement intuitif décrits dans cette section.

L'alignement structurel apporte à la prise de décision le chaînon manquant de la compréhension de l'aptitude subjective des individus à créer du sens en incertitude. Cette approche du processus intuitif permet d'aller au-delà des perspectives cognitives traditionnelles qui basent leur cadre explicatif sur un processus automatique et invariant de reconnaissance de schémas (Cornelissen et Clark, 2010). Dans un cadre d'incertitude, le *sensemaking* est plutôt prospectif (Weick et al., 2005) et socialement situé parce que les acteurs vont cerner leur environnement en interagissant avec le contexte. Les connaissances humaines formant des domaines sémantiques, les correspondances structurelles entre les différents domaines permettent de prédire le futur plus facilement. Une telle approche invite à se concentrer sur le discours des acteurs pour mieux comprendre la manière dont ils font leur jugement. Sous cette nouvelle définition, le processus intuitif est dit créatif ou exploratoire avec un principe de pensée divergente et une période d'incubation qui peut remettre en cause la caractéristique de rapidité susmentionnée plus tôt (Dane et Pratt, 2009) tout en facilitant les découvertes (Hodgkinson et al., 2009). Le cadre théorique de l'alignement structurel vient éclairer les questions laissées en suspens par la théorie des schémas : elle permet de mieux comprendre comment se déroule le processus de remémoration ou de rappel des informations stockées pour produire du sens (Stilwell et Markman, 2003). Au-delà de l'expérience, elle vient redonner le pouvoir à l'acteur dans son interaction avec le contexte en éclairant la façon dont il essaie de créer du sens dans des situations nouvelles et ambiguës et comment il fait des inférences futures (Stigliani et Ravasi, 2012). L'alignement structurel offre ainsi l'avantage de cerner comment l'individu affronte l'incertain, c'est-à-dire comment il reconnaît la singularité des nouvelles situations dépourvues d'informations valides. La NDM par contre met l'accent sur une convergence des idées réduisant ainsi la chance d'identification des idées nouvelles

créatives. Dans la SMT, les schémas mentaux sont abstraits et ne sont plus mobilisés dans une perspective de convergence mais plutôt dans une dynamique de réinterprétation ou de réappropriation de l'environnement par l'individu en ses propres termes. Le jugement intuitif est un processus de traitement global d'informations qui favorise la créativité et l'usage des métaphores (Dijkstra et al., 2013, 2012). La SMT permet de mieux cerner comment l'acteur choisit et traite les informations en situation afin de faire émerger des significations qui guident son action.

Tableau 7: Comparaison de l'alignement structurel et du mécanisme de la reconnaissance des schémas (source auteur)

	Alignement structurel (SMT)	Reconnaissance des schémas (NDM)
Phase de remémoration	<ul style="list-style-type: none"> - Domination des attributs superficiels : on expérimente la situation et on essaie de raviver des souvenirs sur la base de similarités superficielles qui peuvent être d'objets ou de contexte. - Les similarités structurelles doivent être minimiser. 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Matching</i> : on expérimente la situation et on le comprend grâce au <i>matching</i>. - Le <i>matching</i> s'alimente des attributs précis : buts, indicateurs clés, actions typiques, espérance etc. - Recherche d'information continue jusqu'à ce que ce rapprochement soit fait par le décideur compétent.
Phase d'interprétation	<ul style="list-style-type: none"> - Domination des similarités relationnelles, transfert des relations structurelles du système sources pour faire des inférences pertinentes permettant de mieux comprendre - Recherche aussi des différences alignables qui permettent de singulariser le cas nouveau. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pas de description précise et séparée de la phase d'interprétation. La compréhension est supposée est inhérent au <i>matching</i> qui a lieu à la phase précédente et qui se base sur des objets ou attribut précis.
Facteurs influençant la décision	<ul style="list-style-type: none"> - Facteurs internes : systématité des relations, transparence, expérience - Facteurs de la tâche : contexte, contraintes temporelles, volume de traitement. 	<ul style="list-style-type: none"> - Expérience - Contexte, urgence de l'action, volume de traitement.
Caractéristiques des experts	<ul style="list-style-type: none"> - Les experts ont des représentations les plus complètes et complexes. - Ils se rappellent plus facilement des relations structurelles - Ils savent cantonner les similarités à leur rôle de remémoration et les similarités relationnelles à leur rôle d'interprétation - Ils savent rejeter les mauvais indices superficiels. 	<ul style="list-style-type: none"> - Les experts ont les représentations les plus complètes et les plus complexes qui facilitent la compréhension - Ils ont plus de séquences situation-action-effets.
Evaluation dans le raisonnement	<ul style="list-style-type: none"> - Adaptabilité factuelle : avec quelle facilité peut-on modifier un élément de la base pour l'adapter à la cible - <i>Goal relevance</i> : l'inférence choisie est-elle cohérente avec les objectifs initiaux - Création de nouvelles connaissances : une bonne inférence permet de gagner significativement en savoir lorsqu'on évalue des situations non familières. 	<ul style="list-style-type: none"> - Simulation mentale pour vérifier l'adaptabilité de l'ancienne action à implanter.

Section 4 : Conclusion du Chapitre

En nous positionnant sous le paradigme de l'incertitude subjective de Knight, notre analyse dans les deux chapitres précédents a montré un gap dans la littérature sur la sélection des opportunités d'investissement par les BA. Nous en avons extrait une problématique pertinente à savoir : « *comment le Business Angels sélectionne et traite les informations autour d'un projet entrepreneurial en early stage ou amorçage afin d'y déceler une opportunité d'investissement ?* ». Nous souhaitons analyser le processus interne à la « boîte noire » du BA en situation d'évaluation des projets. Nous voulons cerner la manière dont l'aptitude de jugement de l'investisseur lui permet non seulement de tenir compte de l'unicité et de l'absence d'information sur les idées entrepreneuriales mais aussi l'aide à soupeser le risque et le potentiel envisagé.

Pour répondre à cette problématique sur un plan théorique, nous avons opté pour la littérature en psychologie cognitive. Nous ne parlons pas simplement d'approche cognitive parce que celle-ci est souvent rattachée au stock de connaissances ou de compétences ou à la dotation informationnelle d'un décideur (Ardichvili et al., 2003; Bonnet et al., 2013; Tang et al., 2012). Nous souhaitons cerner un processus de raisonnement à l'échelle de l'individu, c'est-à-dire comment il produit de la connaissance en situation incertaine pour motiver son action. Pour cela, nous avons caractérisé le processus d'identification d'une opportunité d'investissement en amorçage par le BA d'intuitif. Nous la qualifions ainsi, pas parce qu'il y a de *l'intuitu personae* ou que le BA réagit au *feeling* ou qu'il dit baser sa décision sur son jugement personnel sur le porteur de projet (Levie et Gimmon, 2008; Mitteness et al., 2012; Morrissette, 2007; Paul et al., 2007; Sudek et al., 2008; Tyebjee et Bruno, 1984), mais parce qu'il existe un courant de pensée qui recherche l'efficacité décisionnelle de certains acteurs en incertitude dans leurs processus mentaux non rationnels. Lorsque l'individu peine à expliciter son processus de décision, il le qualifie de jugement intuitif (Mintzberg, 1976). Notre finalité est de vérifier l'effectivité d'un vrai processus psycho-cognitif défini par la théorie sur l'intuition comme un processus de création du sens prospectif (Glöckner et Witteman, 2010; Weick et al., 2005).

Dans un premier temps nous nous dissociions des travaux qui mesurent l'intuition par des échelles psychométriques (Allinson et Hayes, 1996; Cools et al., 2011; Epstein et al., 1996; Kirton, 1976; Vance et al., 2007). Elles mesurent peut-être une aptitude cognitive mais ne permettent pas de cerner la stratégie cognitive *in situ*. Selon Chaston et Sadler-Smith (2012), les échelles de mesure n'ont pas été conçues à cette fin. C'est pour s'en démarquer

que le courant NDM a insisté sur le besoin d'analyser l'acteur en situation naturelle afin de comprendre comment se forment les décisions lorsque les modèles préétablis font défaut, lorsqu'il y a des situations d'urgence et lorsque le décideur navigue en incertitude (Klein, 2008, 1993; Lipshitz et al., 2001). Selon les auteurs dans ce courant, le processus intuitif est un mécanisme de reconnaissance de schémas non conscient. La décision intuitive émerge lorsqu'une similarité s'établit entre des modèles mentaux existants et des stimuli environnementaux. Cette similarité favorise la compréhension instantanée du contexte et l'acteur essaie d'implémenter une solution qui avait déjà été utilisée dans le passé. Le processus intuitif regroupe donc la compréhension immédiate et la simulation mentale pour évaluer l'adaptabilité de la solution à implémenter. La similarité par la NDM est directe, c'est-à-dire qu'elle se base sur des faits ou des objets observables dans un contexte. Le processus intuitif ainsi défini s'est largement développé dans la littérature sur la prise de décision mais il est peu pertinent quand il s'agit de percevoir des situations nouvelles tout en préservant leur unicité. La NDM décrit la force de l'intuition dans des situations imprévues mais elle ne se focalise pas sur le processus qui peut éviter l'ancrage dans le passé (Giordano et Musca, 2012). Ainsi, elle ne permet pas une lecture globale de la façon dont le BA choisit et traite l'information autour des firmes entrepreneuriales en *early stage*.

L'incertitude n'est pas simplement une situation d'imprévu mais aussi un cas unique nouveau que l'on choisit volontairement d'évaluer subjectivement (Hoppe, 2007; Lipshitz et Strauss, 1997; McMullen et Shepherd, 2006). Si l'acteur a certes besoin d'établir sa propre reconnaissance de la situation, la similarité définie par la NDM peut être rapidement limitée. Elle cède sa place à la SMT qui redéfinit ce qu'est une similarité malgré l'unicité et la nouveauté du cas sous observation (Gentner et al., 1993; Gentner et Kurtz, 2006; Gentner et Smith, 2012). La similarité dite structurelle est ce mécanisme de choix et de traitement de l'information qui permet d'éviter un ancrage dans le passé et d'interpréter des situations sans référents. C'est le raisonnement analogique qui protège les attributs distinctifs d'un nouveau cas à travers l'identification des "différences alignables". La SMT reconnaît aussi les similarités superficielles que la NDM priorise dans son raisonnement, mais ce sont des similarités qui ont peu d'importance dans la phase d'interprétation des situations. La SMT va encore plus loin dans la description des arguments discursifs. Ce sont ces derniers qui permettent de circonscrire la situation de décision. La firme entrepreneuriale par définition émerge sur la base d'une idée innovante quelle que soit sa nature (Carland et al., 1984; Pettit et Singer, 1985). Elle va connaître une croissance rapide et importante parce qu'elle se différencie de l'existant. C'est donc un objet qui a besoin d'être cerné en tant que telle

(unicité) même si l'évaluateur n'est pas un spécialiste du produit ou service. De plus en amorçage, il n'existe pas encore de données objectives pour mesurer les capacités ou la performance de la firme. L'amorçage est la phase qui suit les recherches et études autour de l'idée mais n'offre aucune garantie de succès technique et commercial (Huang et Pearce, 2015). Et pourtant le BA doit jauger la plausibilité d'une réussite entrepreneuriale (Stigliani et Ravasi, 2012) à partir d'indicateurs qu'il faudra faire émerger. SMT et NDM développent tous deux des modèles qui permettent de créer du sens en situation. Il nous revient d'aller observer chez notre investisseur les caractéristiques du processus mental qui gouverne l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. Les différentes sortes de similarités décrites dans la littérature ne sont que des arguments discursifs, c'est-à-dire que ce sont des construits intervenant dans la compréhension ou l'interprétation d'un contexte par l'acteur. Le produit discursif peut donc permettre de reconstituer le mécanisme de traitement de l'information en cours chez le BA. Ainsi, la première sous question relative à notre problématique est :

QR1 : Quelles sont les caractéristiques du mécanisme mental qui permet au BA d'interpréter les informations autour des projets de firmes entrepreneuriales ?

Un mécanisme ou processus mental a des intrants et des extrants. Ce qui suppose qu'en mettant en œuvre son mécanisme mental, le BA va extraire dans chaque situation d'évaluation des indices de l'environnement du projet pour les transformer en dimensions de sens. Il doit créer du sens, reconstituer une histoire plausible pour appréhender le futur. Il est nécessaire, lorsque c'est l'hémisphère droit du cerveau qui oriente une décision, de s'interroger sur la nature et l'utilisation des différents indicateurs dans la production du jugement (Mintzberg, 1976). Pour ce dernier, cet hémisphère n'analyse pas mais utilise les informations de manière holistique afin de construire un modèle mental de la situation en temps réel. Dans sa réinterprétation des situations, l'acteur relie des faits observés qui lui permettent de reconstituer des structures relationnelles abstraites décrivant une réalité sociale qui lui est familière (Gentner et Kurtz, 2006). Dans le cas de la NDM, l'acteur réactive des modèles mentaux existants pour les confronter à l'environnement (Chea, 2008). Dans ce cas, l'accent n'est pas mis sur les tentatives de réécriture de la situation. Les structures abstraites ou brutes sont souvent enfouies dans son subconscient. Pour les externaliser les plus abstraits, l'acteur va utiliser des métaphores conceptuelles selon la SMT (Cornelissen et al., 2012; McGlone, 2007). Ces dernières diffèrent des idiomes qui sont de célèbres expressions propres à chaque culture ou civilisation. La métaphore conceptuelle permet de résumer un ensemble

d'idées ou d'informations en quelques mots. Elle va donc être l'extrait d'un processus de raisonnement. Elle est très utile en ce sens qu'elle permet au décideur de s'extirper d'une surcharge informationnelle. Les indicateurs autour d'une firme entrepreneuriale peuvent être nombreux mais en même temps incomplets. Le recours aux métaphores facilite la réflexion lorsque la situation est ambiguë et le problème en question est mal structuré (Hill et Levenhagen, 1995). Elles permettent de transférer des relations structurelles et de combler l'absence d'information dans certaines situations. Un modèle mental se construit activement à partir d'expressions métaphoriques lorsque l'incertitude est élevée. Ainsi, les métaphores conceptuelles que contient le produit discursif des BA seront les potentielles dimensions du sens qu'il se construit selon la SMT. Elles vont être le produit d'un regroupement de faits et de comportements observés. Elles doivent permettre d'exprimer les composantes du traitement holistique des informations.

Les individus peuvent avoir des expériences différentes. Cependant s'ils ont vécu les mêmes catégories de réalités sociales (l'entrepreneuriat), il est possible qu'ils arrivent à garder enfouis dans leur cognition, les traits communs à cette réalité. Les opérationnalisations d'une réalité en termes de métaphores peuvent converger à un moment donné parmi les acteurs pour former les dimensions du comment ils perçoivent les choses. La NDM reste silencieuse sur l'extériorisation du processus du raisonnement. Le seul moment de compréhension qu'il décrit est celui du *matching* entre les souvenirs et l'environnement. Elle rajoute qu'en cas d'absence de *fit* et donc de compréhension lors d'une première tentative, l'acteur se lance dans une collecte d'informations supplémentaires pour retenter un autre *matching*. Les fonctionnements mentaux décrits par les deux approches démontrent l'importance que jouent les expériences des individus dans un processus intuitif. C'est l'usage et l'opérationnalisation de ces expériences qui importent le plus selon nous sous le paradigme de l'incertitude subjective. Ainsi, notre deuxième sous question veut identifier les dimensions qui décrivent la perception des opportunités d'investissement en amorçage.

QR2 : Quelles sont les vraies dimensions de l'évaluation du potentiel d'une idée entrepreneuriale par les BA ? (Comment les différents facteurs connus autour du projet sont-ils reliés pour faire sens ?)

Un processus de décision est avant tout un ensemble de dimensions inter-reliées. En nous inspirant des caractéristiques du mécanisme mental en jeu (QR1) et des dimensions du sens (QR2), nous pouvons voir comment les dernières sont connectées entre elles. Ceci permet aussi de voir si l'interdépendance entre les styles cognitifs (Hodgkinson et al., 2008)

s'expérimente dans l'identification des opportunités d'investissement. En reconstituant le processus, nous allons éventuellement observer des mécanismes d'autorégulation ou de réflexivité mises en place par le BA pour minimiser la marge d'erreur inhérente au contexte de décision dépourvue d'approches rationnelles universelles. En effet, le processus intuitif émerge pour réduire l'erreur due à l'absence d'une approche de décision standard. La manière dont l'acteur organise ce processus doit contenir alors des facteurs d'amélioration de la décision. Ainsi, nos deux dernières questions s'articulent comme suit :

QR3 : *Comment les différentes dimensions sont-elles reliées dans l'évaluation de l'opportunité d'investissement ?*

QR4 : *Comment s'organise la réflexivité pour réduire les erreurs pendant le processus de décision des BA en early stage ?*

Finalement, cerner le processus de décision doit nous permettre de mieux comprendre « comment » et « pourquoi » certains indicateurs sont utilisés par le BA. Nous contribuerons à couvrir le *gap* identifié dans la littérature et qui concerne le processus de combinaison des différents attributs pour faire sens. La figure 14 résume ce raisonnement rétroactif vers la littérature existante sur les critères de sélection par le BA.

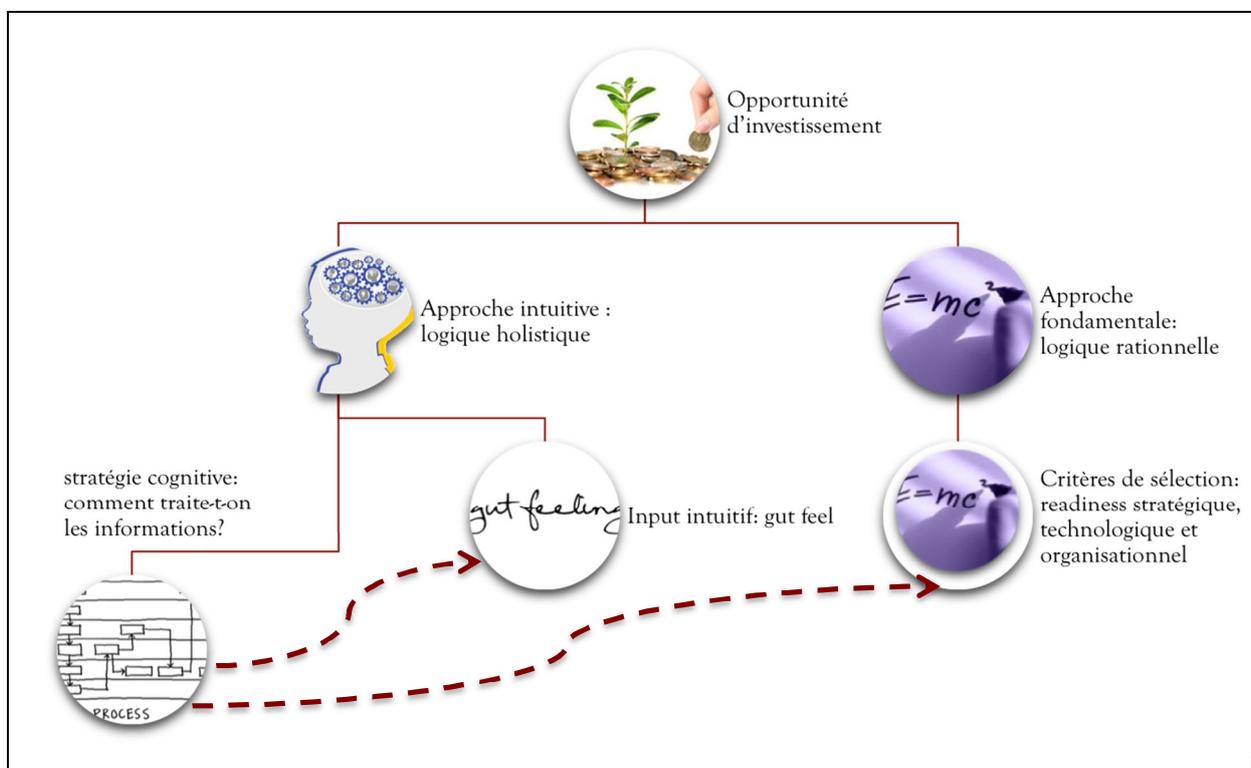


Figure 14: : La contribution du processus de raisonnement à une meilleure compréhension de l'utilité des différents paramètres de sélection (Source auteur).

En apportant des réponses à ces différentes questions, nous essayons de cerner l'investissement dans les firmes entrepreneuriales. Cependant, en analysant la littérature sur la prise de décision intuitive, nous nous sommes rendu compte que le processus intuitif créatif n'est presque pas étudié empiriquement. Des essais théoriques existent sur le sujet (Glöckner et Witteman, 2010; Weick et al., 2005) mais nous manquons d'analyses empiriques sur ce phénomène de décision. Le jugement intuitif demeure ce qualificatif que l'on attribue à la décision lorsqu'elle est inexplicable (Mintzberg, 1976). La nature du processus intuitif réinterroge la notion de « rationalité » qui elle même devient situationnelle (Lebraty et Lebraty, 2010). Ces derniers incitent à plus d'analyses afin de mieux comprendre cette nouvelle forme de rationalité qui est multidimensionnelle. Le terrain du BA peut donc servir à mieux comprendre comment advient une création du sens prospectif grâce à l'intuition (Bonnet et al., 2013).

PARTIE 2 : ANALYSE EMPIRIQUE ET MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE

Cette partie comprend trois chapitres consacrés à l'analyse empirique et à la discussion des résultats. Elle présente les résultats empiriques qui sont ensuite discutés au regard de la littérature. Le chapitre 4 présente et justifie le *design* méthodologie adopté. Il décrit le terrain et les différentes approches de collecte de données. L'approche d'analyse des données et les limites liées à nos choix épistémologiques et méthodologiques sont aussi présentées. Le chapitre 5 expose les résultats de notre analyse. Cette restitution des résultats s'inspire de notre souhait de rendre compte de la structure de la réflexion des investisseurs. Elle propose un parfait mix entre les verbatim du terrain et nos interprétations. Notre interprétation de l'identification des opportunités d'investissement s'ancre ainsi dans les expériences des acteurs étudiés. Le Chapitre 6 met en perspective nos résultats par rapport à la littérature existante. Cette mise en perspective offre une validité à nos résultats puisqu'il s'agit de voir dans quelles mesures notre interprétation ancrée dans le terrain trouve leur place dans la littérature existante et l'amélioration de l'état de la connaissance qu'ils entraînent. Nous présentons aussi la manière dont ils orientent les recherches futures sur l'investissement en amorçage de façon particulière mais aussi la décision managériale de façon plus générale. Nous faisons à cet effet des propositions théoriques qui représentent la plus-value de notre terrain d'étude aux questions théoriques qui se posent.

CHAPITRE 4 : EPISTEMOLOGIE ET METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

La qualité d'une recherche scientifique dépend essentiellement de l'articulation entre l'objet de la recherche, le positionnement épistémologique et les choix méthodologiques. C'est le *design* de recherche. Nous décrivons dans ce chapitre, les choix qui ont été faits afin de répondre à nos questions de recherche. Notre raisonnement mettant à son centre la nature de l'objet « opportunité d'investissement », il apparaît crucial d'éclaircir notre positionnement et les choix méthodologiques qui s'y rattachent (Section 1). L'étude de l'objet « opportunité d'investissement » est contrainte par les spécificités du terrain aussi bien en termes d'opportunités que de restrictions. Ainsi, l'immersion et l'évolution sur le terrain sont des aspects importants dans notre démarche surtout s'il s'agit de cerner le sens que les investisseurs attribuent à leur comportement. Nous présentons le déroulement du travail empirique avec d'une part une phase d'observation non participante et d'autre part une phase d'entretien phénoménologique (Section 2). Les démarches d'analyse sont aussi présentées.

Section 1 : Une démarche qualitative exploratoire pour l'étude des opportunités d'investissement

Notre approche méthodologique est qualitative interprétative afin de nous permettre de mieux cerner la perception de l'objet « opportunité d'investissement » en amorçage. Nos résultats doivent être jugés comme étant une représentation des représentations que les différents acteurs terrains rencontrés ont partagées avec nous.

1.1. Un positionnement épistémologique interprétatif

Une recherche scientifique se doit de préciser la vision du monde qu'elle défend afin de mieux comprendre son déroulement et la qualité de la connaissance produite. Il s'agit de la question du cadre épistémologique. Dans cette recherche, un éclairage épistémologique est plus que nécessaire puisque nous fondons notre argumentaire sur une re-catégorisation de l'objet analysé (opportunité d'investissement) et ses implications. Un cadre épistémologique est un ensemble d'hypothèses et de principes fondateurs encadrant une production de connaissances (Avenier et Thomas, 2015). Il s'agit d'un ensemble de paradigmes ou d'un filet de prémisses explicitées et acceptées par les membres d'une communauté scientifique (Giordano, 2003; Avenier et Thomas, 2012). Il représente des présupposés ou une certaine

vision du monde par le chercheur (Perret et Séville, 2003). Si les dénominations « paradigme » ou « filet de prémisses » renvoient parfois à une perception de contrainte, le cadre épistémologique peut être vu comme un langage volontairement choisi par un chercheur pour asseoir la légitimité de son analyse. Il faut donc décrire les règles de syntaxe qui permettent à un lecteur de comprendre comment le langage est construit et manipulé dans l'argumentaire (Dumez, 2012). Dans cette section nous voulons donc justifier le langage le plus adapté à notre quête de connaissance et qui va lui procurer une certaine validité.

Quatre points permettent de différencier les philosophies de pensée existantes afin de déterminer le positionnement d'une recherche : la nature ontologique (quelle est la nature de la réalité ?), la relation entre le chercheur et son objet, la nature de la connaissance et le statut du savoir (Perret et Séville, 2003; Avenier et Thomas, 2015). Morgan et Smircich (1980) retiennent le caractère ontologique comme critère de différenciation et présentent un *continuum* des différentes épistémologies possibles allant de l'objectivité totale à la parfaite subjectivité de la nature du monde. Les quatre traditions épistémologies les plus citées en science de gestion sont : le positivisme, le réalisme critique, la tradition interprétative et le constructivisme.

Le positivisme est le cadre auquel se réfère le plus grand nombre de travaux en science de gestion généralement et en finance particulièrement. Le positivisme défend l'hypothèse d'un réalisme ontologique. Il existe, pour chaque type de phénomène, une seule réalité objective qui est définie par une loi universelle. La recherche doit donc fournir un instantané de ce réel en le représentant directement (Avenier et Thomas, 2015). Dans ce réel, les acteurs sont traités comme des objets autonomes indépendants les uns des autres et dont le comportement est déterminé par les lois suprêmes de la nature. Ils sont conçus comme des facteurs répondant au monde objectif qui existe indépendamment d'eux (Klein et Myers, 1999). Chez les positivistes, la recherche doit conduire à découvrir la vérité en utilisant les méthodes les plus sophistiquées pour expliquer la réalité (Allard-Poesi, 2015). Pour Dumez (2012), ce positivisme défend l'idée d'un empirisme, c'est-à-dire qu'une proposition ne peut être scientifique que si elle peut être observée empiriquement comme vraie ou fausse. Il suffit donc de traiter des données pour faire de la science. Cependant, la réalité humaine est plus complexe. Les individus évoluent dans un système ouvert, ont des objectifs multiples et peuvent interagir. En relâchant l'hypothèse ontologique, des langages ou cadres épistémologiques alternatifs vont se développer (confère Tableau 1 Page 5). Ils vont remplacer le réalisme par un relativisme, l'humain devenant un acteur à part entière dans le contexte dans lequel il vit. L'objectif de la science va lui-même évoluer en essayant de

comprendre plutôt que d'expliquer par le truchement des lois de causalité postulées comme vraies.

L'opportunité d'investissement dans une conception positiviste, a un objectif de maximisation d'utilité. Le facteur humain est supposé avoir des objectifs classés en termes d'utilité. A chaque décision, il a un seul objectif et n'investit que dans un projet qui maximise cet objectif. Ceci suppose que dans l'environnement à un moment donné, il existe plusieurs opportunités qui sont ordonnées en fonction de l'objectif poursuivi par l'investisseur (Bonnet, Wirtz et Haon 2013). Pour évaluer l'utilité d'une opportunité ou d'un projet, l'investisseur est supposé avoir accès à des informations disponibles objectivement dans l'environnement. Ces informations sont relatives à la valeur que lui procure le projet sur une certaine durée. La valeur nette d'un projet est la différence entre les recettes actualisées et les dépenses engagées actualisées. L'investisseur est donc un acteur passif dans la production de l'information sur le projet. S'il n'existe pas assez d'informations pour faire son choix, l'individu ne peut pas évaluer le projet et va le considérer comme trop risqué. Il va repousser son choix jusqu'à avoir à sa disposition l'information nécessaire. Dans sa prise de décision, l'individu se fait aider dans le calcul de la valeur nette par des algorithmes sophistiqués qui ont été développés. L'approche par la valeur nette a été critiquée pour son caractère statique. La méthode des options s'est développée pour intégrer un peu de dynamisme dans la décision d'investissement (Kester 1984; Black et Scholes, 1973). Elle permet à l'investisseur de s'engager dans un projet sans avoir avec certitude toutes les informations à un moment donné, mais en gardant la possibilité d'abandonner ou de continuer le projet en fonction de son évolution dans le temps. La méthode des options apporte une flexibilité dans la décision d'investissement mais elle maintient toujours le décideur dans sa passivité. Son rôle se limite à recalculer à chaque nouvelle étape la valeur nette du projet pour savoir s'il crée de la valeur. Sous les hypothèses positivistes, l'investisseur est indépendant de l'objet qu'est l'opportunité d'investissement. Pour expliquer le comportement d'investissement, il suffit de collecter les informations sur les faits d'investissement et les analyser de façon appropriée.

Cette conception de l'objet « opportunité d'investissement » considère comme irrationnel, l'investissement dans des contextes comme la firme entrepreneuriale. A l'amorçage de ce type de firme, il n'existe pas encore d'informations pertinentes pour évaluer un projet. L'investissement à notre avis, ne se limite plus à la collecte de l'information et au calcul d'une valeur nette. Tandis que certains investisseurs vont repousser leur engagement et conditionner leur participation à des informations pertinentes futures, d'autres catégories d'investisseurs apportent du capital en raison de leur perception personnelle du projet. Pour la

firme entrepreneuriale, la production de l'information est conditionnée par l'investissement. C'est en expérimentant l'idée entrepreneuriale grâce à des investissements initiaux que sa valeur va s'écrire (Kerr, Nanda et Rhodes-Kropf, 2014). Il faut donc juger la valeur du projet malgré cette absence d'informations pertinentes. De plus, l'investisseur dans ce contexte n'a pas que le seul objectif économique. Il est aussi hédoniste et altruiste (Sullivan et Miller, 1996). Nous pensons que cette combinaison de motivations l'encourage à percevoir l'opportunité d'investissement à travers un processus de création de sens subjectif. Les informations divulguées par les entrepreneurs ne permettent pas de statuer de façon passive sur le potentiel d'un projet. Elles ne représentent que les extrapolations d'une équipe entrepreneuriale excessivement confiante dans l'ingéniosité de son idée. Il n'existe aucune base valide pour attester ses propos. Les premières ventes, s'il y en a, sont très faibles et pas stables. Il n'existe pas encore d'équipe compétente constituée pour développer l'idée. Dans ce cas, chaque investisseur aura sa perception de l'idée entrepreneuriale. Il va, grâce à son expérience entrepreneuriale et industrielle, être capable de réinterpréter le peu d'informations disponibles afin d'inférer la plausibilité d'une idée entrepreneuriale susceptible de bien se développer. La perception de l'opportunité d'investissement devient donc indissociable de la cognition de l'apporteur de capitaux. L'investisseur a besoin de passer du temps avec les porteurs de projets, de challenger les idées entrepreneuriales pour faire émerger son sens propre sur l'idée. Nous défendons la thèse selon laquelle la vraie information sur la qualité du projet n'existe pas de façon exogène dans l'environnement. L'investisseur va produire les paramètres subjectifs les plus importants pour forger sa décision. L'opportunité d'investissement n'est donc pas, pour nous et dans le cadre de cette recherche, un objet existant indépendamment de l'investisseur. Elle n'a pas d'existence ontologique. L'investisseur est actif dans la perception de l'opportunité d'investissement. Nous optons donc pour un cadre épistémologique ou un langage alternatif au positivisme.

Le rapport du chercheur à la réalité étudiée, la nature et le statut de la connaissance sont les autres aspects qui permettent de statuer sur le choix du cadre épistémologique. En concevant l'opportunité d'investissement comme indissociable de l'apporteur des capitaux, le statut du chercheur que nous défendons est celui qui va chercher à cerner comment advient l'identification des opportunités d'investissement. Nous considérons que nous n'influons pas l'activité cognitive des investisseurs, c'est-à-dire que nous ne faisons pas partie de la réalité « opportunité d'investissement » qu'ils décrivent. Nous ne sommes pas acteur dans le récit de l'identification des opportunités (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte, 2014). Ce constat disqualifie l'épistémologie constructiviste dans notre recherche. En effet, les constructivistes

considèrent la réalité sociale comme co-construite dans l'interaction entre le chercheur et le participant à la recherche (Paillé et Mucchielli, 2012). Le chercheur constructiviste est lui-même partie prenante à la réalité étudiée et son objectif est d'offrir les moyens d'actions pour atteindre des objectifs. Ce que nous ne faisons pas dans notre cas. Nous avons fait le choix de ne pas nous contenter seulement d'analyser des données stockées rendant compte de l'activité d'investissement avec des instruments statistiques. Ainsi, contrairement à ce qui a le plus souvent été fait dans les études antérieures sur la décision d'investissement, nous avons décidé d'interagir avec les investisseurs pour collecter des récits de vie relatifs à l'identification des opportunités. En tant que chercheur, nous allons nous engager localement avec les acteurs du monde étudié à travers l'interaction (Allard-Poesi, 2015). Ce sont les perceptions des acteurs qui vont donc nous permettre de comprendre la décision d'investissement à l'amorçage des idées entrepreneuriales.

L'épistémologie interprétative est un ensemble de prémisses régissant la production de la connaissance scientifique et qui postule que la compréhension de la réalité sociale ne peut advenir qu'à travers l'expérience du monde par les acteurs (Dumez, 2012a). Les recherches sous cette posture se focalisent sur la complexité de la création du sens en situation afin de comprendre les significations que les acteurs assignent aux faits (Klein et Myers 1999). Dans notre cas, l'objectif est de tenter de comprendre la perception par des investisseurs et leurs expériences individuelles ou collectives face à des idées entrepreneuriales en amorçage. Nous essayons dans la mesure du possible de dégager des régularités locales. Ainsi, nous pourrions combler le manque de compréhension de l'investissement malgré l'existence d'une espérance d'utilité négative de l'activité entrepreneuriale en amorçage (Kerr et al., 2014). Nous ne nous interrogeons pas sur la possibilité de l'existence d'un comportement réel défini par des lois universelles. Ce sont les expériences contextualisées des acteurs concernés par l'investissement en amorçage qui nous intéressent. Nous acceptons pleinement le fait que la connaissance produite est dépendante de nos schémas personnels de perception du monde (Morgan et Smircich, 1980) mais nous prenons des précautions afin de rester le plus proche de la perception des acteurs concernés par la réalité que nous observons. Notre cognition en tant que chercheur influence largement la collecte et le processus d'analyse des données (Thorpe, 2014). Elle va jouer un rôle dans la définition des construits afin de comprendre le processus d'identification des opportunités d'investissement. Le cadre épistémologique ou le langage le plus adapté pour atteindre ces objectifs de connaissance, dans les conditions que nous décrivons ci-dessus, est la tradition interprétative. En acceptant cette philosophie, notre discours tente d'être le plus proche des interprétations et des pratiques des acteurs, la situation

sociale étant une production située réalisée par ces acteurs (Allard-Poesi, 2015). Le principe de l'herméneutique qui définit l'interaction entre le chercheur et les participants afin de produire une connaissance sur la réalité sociale, caractérise notre recherche (Klein et Myers, 1999). Cette vision du monde nous permet de motiver notre choix méthodologique dans la section suivante. Le tableau 8 ci-dessous résume les différentes traditions épistémologiques en sciences de gestion.

Tableau 8: Hypothèses des différents cadres épistémologiques répertoriés en science de gestion (inspiré de Avenier et Thomas (2015:p.71) et Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte (2014:p.607))

	Positivisme	Réalisme critique	Constructivisme	Interprétativisme
Hypothèse ontologique : nature du monde	Réalisme ontologique : existence d'un monde objectif qui peut être décrit et représenter de façon exacte. Des lois universelles existent en dehors de toute conscience humaine. Ontologie atomistique : l'individu est un objet qui ne recherche que son propre intérêt indépendamment des autres. Le réel est un système clos.	Le monde est stratifié en 3 niveaux : le vrai qui est invisible et contient des mécanismes et structures génératives, le réel où se manifestent les événements indépendamment des acteurs, l'empirique qui regroupe les expériences que nous faisons de ces événements.	Pas d'hypothèse ontologique ; il n'existe pas de réalité objective. Le réel est un ensemble d'interprétation qui se construit grâce aux interactions. Pas d'autonomie du réel.	Le monde social est constitué par les expériences humaines. L'interaction entre les acteurs fait émerger des artefacts qui deviennent des réalités intersubjectives objectives.
Hypothèse épistémique : relation chercheur-objet d'analyse	Réalisme : la réalité peut être connue avec des instruments de mesure adaptés.	Relativisme : le vrai monde ne peut être connu. On peut observer le monde réel et connaître le monde empirique.	Relativisme : on peut connaître l'expérience humaine en s'engageant dans un processus de création où le chercheur est lui-même partie prenante à la réalité.	Relativisme : les faits sont le produit de l'interaction entre le chercheur et les participants à la réalité étudiée. Les expériences peuvent être connues à travers les perceptions.
Nature de la connaissance produite	Déterminer les jonctions stables entre les faits observés. La connaissance regroupe les régularités superficielles décrivant les phénomènes. Objectif : développer des modèles prédictifs.	Identifier d'abord les mécanismes génératifs existant dans monde réel et ensuite déterminer les conditions sous lesquelles ils sont activés dans le monde empirique. Les mécanismes généraux (<i>latent patterns</i>) sont sous-jacents aux faits observés. L'objectif est de comprendre.	Construire des modèles décrivant l'expérience en situation des individus afin d'essayer d'organiser cette réalité sociale. L'objectif est de comprendre les réalités sociales. Toute connaissance est socialement construite.	Cerner comment les humains créent du sens individuellement et collectivement dans un contexte particulier afin d'agir. Identifier les consensus entre acteurs, l'objectif demeurant la compréhension. Seules les expériences subjectives réelles peuvent être connues.
Statut de la connaissance	La connaissance produite correspond à la réalité, représente le monde comme il est.	Approximation de la réalité. Non certitude sur la correspondance avec la réalité objective.	Interprétation la plus plausible et la plus proche de l'expérience active des individus. Offrir des moyens d'action et de réflexion pour atteindre les objectifs choisis. Proposer des solutions qui conviennent aux acteurs. Pragmatisme	Accord entre l'interprétation produite par les chercheurs et le sens donné par les individus dans leurs différentes expériences. Plausibilité de la compréhension.

1.2. La méthodologie qualitative interprétative

Le recours aux méthodes quantitatives avec la collecte des données secondaires ou primaires est la norme lorsqu'il s'agit d'analyser les décisions financières (Fried et Hisrich, 1994). On peut citer les exemples suivants : expérimentation (Chan et Park, 2015; Shepherd et Zacharakis, 2002; Zacharakis et Shepherd, 2005), expérience et questionnaire d'évaluation (Chen, Yao et Kotha, 2009), questionnaire d'évaluation des présentations en *live* (Clark 2008; Douglas et Shepherd, 2002), analyse de bases de données (Brush, Edelman et Manolova, 2012; Kirsch, Goldfarb et Gera, 2009; Latham et Tello, 2014; Miloud, Aspelund et Cabrol, 2012; Parhankangas et Ehrlich, 2014) et enquêtes (Macmillan, Zemmann et Subbanarasimha, 1987; Ottavia, 2014 ; Bonnet, Wirtz et Haon, 2013 ; Redis, Certhoux et Pare, 2013). Au sein de la composante informelle du capital-risque, les bases de données sont rarement constituées sur l'activité d'investissement. C'est la première raison disqualifiant l'utilisation des méthodes quantitatives dans notre recherche. En sus, la nature de l'objet analysé (ici l'opportunité d'investissement) exige un recours à une méthodologie qualitative.

La recherche qualitative ne se résume pas à des techniques de collecte d'informations (Morgan et Smircich, 1980). Dans son fondement, il s'agit d'une démarche d'accès à la connaissance qui consiste à connaître la vraie composition d'une réalité sans faire de proportions. Le qualitatif, c'est lorsque le chercheur renonce aux bases de données et expérimentations en laboratoire pour aller au contact des individus afin de comprendre leur réalité sociale (Dumez, 2011). Les individus ne sont pas uniquement des facteurs ou des variables statiques dans l'environnement. Ils pensent, agissent intentionnellement en situation suivant le sens subjectif qu'ils affectent aux choses et interagissent. La recherche qualitative veut donc remettre le verbe des acteurs au centre de la compréhension des phénomènes sociaux en situation réelle afin de produire des théories dites substantives (connaissance située des phénomènes) (Morgan et Smircich, 1980). Elle est utilisée pour décrire, décoder et améliorer la compréhension des phénomènes présents, passés et futurs (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte, 2014). Alors que les quantitativistes mesurent, testent et quantifient, les méthodes qualitatives visent la compréhension, l'exploration située des faits par les acteurs. Les méthodes qualitatives veulent cerner le sens que les acteurs attribuent aux faits et à leur environnement. Elles se focalisent plus sur le processus, c'est-à-dire « comment les sujets dans un contexte construisent et comprennent leurs expériences ? », que sur les nombres et les occurrences statistiques (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Elles ont un potentiel d'enrichissement de la connaissance en permettant d'accéder à de nouvelles explications des

phénomènes sociaux grâce à des outils capables de s'adapter aux spécificités du terrain étudié (Rispalet et Jouison-Laffitte, 2015). Ces différents outils offrent une meilleure réponse à la question du « comment » et du « pourquoi » du comportement humain. Ils permettent d'offrir une description détaillée des processus et du contexte grâce à la démarche herméneutique (Cope, 2011). La démarche herméneutique qualitative suppose la compréhension d'un phénomène à travers l'interprétation que s'en font les acteurs qui vivent cette réalité (Corley et Gioia, 2004). Elle suppose de s'imprégner du récit que fait l'acteur de son vécu en développant une certaine empathie. Les acteurs ont des expériences uniques et chacun est une source de connaissance potentielle (Thorpe, 2014). Les résultats du chercheur sont eux-mêmes une interprétation de l'interprétation des individus au cœur du phénomène. C'est la double herméneutique (Paillé et Mucchielli, 2012). La recherche qualitative reconnaît donc le chercheur comme interprétant (et non découvrant) la réalité sociale des sujets. L'enjeu pour lui est donc de réduire au maximum l'écart entre les deux interprétations tout en ne reniant pas le rôle de sa subjectivité dans la démarche. La capacité de jugement du chercheur est aussi importante que la connaissance subjective des participants (Nag et Gioia, 2012).

La méthode qualitative est donc la plus conforme aux hypothèses de l'épistémologie interprétative sous lesquelles nous positionnons notre quête de connaissance. Nous voulons comprendre le processus d'évaluation de l'opportunité d'investissement dans le contexte spécifique de l'amorçage entrepreneuriale. Notre recherche choisit donc d'accéder à cette connaissance en s'intéressant au vécu des investisseurs concernés par ce type d'activité. En concevant l'identification d'une opportunité comme une tâche cognitive subjective, seule son extériorisation à travers le langage, les symboles et les mythes permet de cerner cette réalité (Morgan et Smircich, 1980). Le produit discursif est alors le matériel empirique à analyser dans cette recherche. Ce sont les interprétations fournies par les individus qui nous permettent de donner une lecture du phénomène social. La méthode qualitative nous paraît être l'approche la plus adaptée à notre objectif de création de connaissance.

Nous avons été présents pendant un certain temps sur le terrain, de façon discontinue de Décembre 2013 à Mai 2016, pour mieux cerner comment adviennent les phénomènes. Dans un premier temps, nous avons procédé par observation du « comment se déroule la perception des BA en situation réelle ? ». Ensuite, nous avons procédé par entretien non structuré approfondi pour tenter de cerner le sens que les acteurs attribuaient aux comportements que nous avons observés. Le recrutement des participants à notre recherche s'est fait de façon progressive en fonction des opportunités qui se sont présentées sur le terrain. En sollicitant juste une première rencontre d'exploration, nous avons pu négocier

l'accès de façon plus approfondie à la réalité de l'opportunité d'investissement en amorçage. Ensuite, les premières réunions auxquelles nous avons assisté nous ont permis de solliciter des rencontres avec d'autres acteurs du contexte. Notre échantillon s'est constitué de façon progressive en fonction des opportunités et des besoins de compréhension. L'accès au terrain a donc été fait qualitativement contrairement aux méthodes quantitatives qui procèdent par échantillonnage statistique des populations. Notre interprétation s'est inspirée de ce temps passé dans le contexte et avec les acteurs impliqués. Des allers et retours constants entre la présence sur le terrain et les essais d'analyse ou d'interprétation ont donc été nécessaires pour construire la connaissance dans le cadre de cette recherche (Corbin et Strauss, 1990; Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Nous n'avons donc pas attendu la fin de la collecte des données pour commencer à les traiter suivant une maquette définie *a priori*. Toutes ces caractéristiques attribuent la nature qualitative interprétative à notre démarche méthodologique. Elles nous éloignent d'une tradition de recherche quantitative (Thorpe, 2014).

La démarche qualitative interprétative n'est pas la tradition lorsqu'il s'agit d'étudier une décision dans le champ de la recherche en finance. Elle s'impose dans notre recherche parce qu'il s'agit de cerner comment l'investisseur perçoit subjectivement une opportunité d'investissement. Nous allons donc emprunter des principes à d'autres disciplines de science de gestion afin de justifier tout le raisonnement au cours de cette thèse.

1.3. La nature du raisonnement suivi : l'abduction

Philosophiquement, quatre modes de raisonnement existent pour produire de la connaissance en science : la déduction, l'induction, l'abduction et la retroduction.

La déduction est la logique de raisonnement qui conduit à tester empiriquement des théories supposées comme vraies de façon universelle (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte 2014). Elle sert à confirmer une théorie puisque ses conclusions sont nécessairement présentes dans les prémisses de la théorie à tester (Dumez, 2012). Tout l'enjeu du raisonnement réside dans la conception des hypothèses ou prémisses initialement posées. Si elles sont vraies, la conclusion doit nécessairement être vraie aussi (Allard-Poesi et Maréchal, 2003). L'inférence dans un raisonnement déductif ne permet pas de découvrir des nouveautés.

L'induction suit le processus de raisonnement inverse à la déduction. Il s'agit de partir des régularités observées empiriquement pour arriver à une généralisation ou théorie (Allard-Poesi et Maréchal 2003). Aucune inférence n'est donc faite à la lumière d'une théorie existante (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte, 2014). C'est la logique de raisonnement qui fonde la théorie enracinée de Corbin et Strauss (1990).

Selon Allard-Poesi et Maréchal (2003), la logique abductive est le mode de raisonnement adopté lorsqu'on essaie de donner du sens à un fait étrange inexplicable sans forcément viser la production d'une théorie. La quête du sens débute parce qu'une différence émerge par rapport au cours normal des choses. L'esprit humain va ainsi se lancer dans une exploration. L'abduction se défend de ne pas chercher à tester une théorie mais : de fournir l'hypothèse explicative et testable la plus adaptée à une situation, de fournir l'explication la plus simple tout en laissant la possibilité d'améliorations futures (Dumez, 2012). Elle permet d'échapper au chaos cognitif à un moment donné. Selon Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte (2014), l'abduction interprète et re-contextualise des phénomènes individuels locaux dans un cadre conceptuel plus large. Elle existe donc dans une logique de mise à jour des théories. Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte (2014) rajoutent une dernière logique de raisonnement qui est la retrodution. Celle-ci est réservée au réalisme critique comme cadre épistémologique. Puisque ce courant philosophique conçoit le monde comme stratifié en trois niveaux, la retrodution part d'une construction théorique abstraite d'un phénomène pour aller découvrir les conditions sous lesquelles l'explication abstraite peut s'opérationnaliser dans le monde dit empirique.

Notre raisonnement dans cette thèse est plus proche d'une logique abductive parce que notre questionnement suit les deux étapes inhérentes à ce style de raisonnement selon Dumez (2012) et qui sont : « le fait surprenant » et « la nouvelle hypothèse ». Le fait surprenant est le constant empirique qui n'est pas expliqué par les théories existantes alors que des prémisses issues d'une théorie existante prévoyaient une autre chose. Cette autre chose éveille la curiosité et crée des attentes chez le chercheur. C'est ce qui est apparu dans notre cas. En effet, les approches théoriques existantes prévoient une absence d'investissement lorsque le degré d'incertitude est exacerbé. Cependant, certains investisseurs individuels se focalisent sur ce type de projet et des explications existantes ne nous satisfont pas. L'insatisfaction intellectuelle par rapport à la conception objective et statique de l'investissement dans les projets entrepreneuriaux, nous a conduit à entreprendre la quête d'une hypothèse explicative plus adaptée. Ainsi par abduction, notre recherche veut aller chercher une nouvelle conjecture qui va expliquer l'incohérence observée. Elle va rechercher dans des explications alternatives (nouvelles hypothèses) sur la prise de décision dans d'autres disciplines, des relations susceptibles d'expliquer le comportement d'investissement observé. Nous voulons trouver un mécanisme expliquant le fait empirique déroutant sans toutefois viser l'émergence d'une nouvelle théorie. Nous préférons donc parler de raisonnement abductif qu'inductif parce que cette dernière vise indubitablement une nouvelle théorie.

A travers un raisonnement abductif, nous sommes en cohérence avec le choix d'une méthodologie de recherche qualitative. Les significations locales des sujets vont nous orienter dans cette quête. Le raisonnement abductif ne diffère pas fondamentalement de l'approche d'analyse inductive de Gioia et Chittipeddi (1991). Comme cette dernière, il veut capturer les concepts qui sont pertinents pour les acteurs dans leurs expériences (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). La démarche développée se fonde sur les deux hypothèses suivantes : les sujets dans leur environnement sont des acteurs actifs et intelligents ; le chercheur est aussi doté d'intelligence capable d'interpréter de façon pertinentes les expériences des sujets et d'en tirer des mécanismes structurant l'action (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Nous adoptons la démarche d'analyse développée par ces auteurs parce qu'elle permet d'offrir une certaine rigueur au raisonnement que nous menons. Elle oriente notre phase d'analyse des données.

1.4. La validité d'une recherche qualitative interprétative

Dans une méthodologie de recherche quantitative, il existe des critères statistiques définis qui permettent de défendre la qualité des résultats d'une recherche. Les résultats d'une méthodologie qualitative ont par contre été toujours entachés d'un certain scepticisme à cause du manque de critères objectifs standards (Pratt, 2008). Plusieurs auteurs en méthodologie ont proposé des approches permettant de donner une certaine rigueur à l'analyse qualitative. Ils ont surtout rappelé le danger qui consiste à vouloir transférer des critères issus des recherches quantitatives déductives aux analyses qualitatives interprétatives. Avenier et Thomas (2012) par exemple, avancent que la validité externe qui consiste à s'assurer du transfert de la connaissance produite à toute une population (principe de généralisation) ne concerne pas la recherche qualitative. Le chercheur qualitatif doit donc se focaliser sur la cohérence interne de sa recherche, c'est-à-dire la validité interne.

La validité interne assure la cohérence totale de la recherche. Elle assure sa légitimité (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte, 2014). En l'absence de critères standardisés, l'exigence est de rendre explicite le pouvoir explicatif du modèle développé par la recherche. La rigueur et la fiabilité interne vont concerner la phase de constitution et d'analyse du matériau empirique (Avenier et Thomas, 2012). Il faut montrer le chemin cognitif qui permet d'arriver au résultat. Le lecteur extérieur à la recherche doit pouvoir suivre le processus, de la mise en perspective de la question de recherche à l'inférence des résultats. Selon la mise en perspective de la question de recherche, une démarche qualitative pertinente est celle qui sait créer une *open theoretical frame*, c'est-à-dire qui sait discuter de manière pertinente la littérature existante afin d'y loger l'apport du terrain spécifique auquel s'attaque la recherche (Pratt, 2008).

Ensuite, il faut rendre explicite l'accès aux données et leur traitement (Cunliffe et Alcadipani, 2016). La pertinence d'une recherche qualitative se basant sur l'intelligence créative du chercheur, ce dernier doit donner à voir sur la démarche méthodologique suivie jusqu'à la formulation des conjectures les plus plausibles. Une bonne recherche qualitative dépend de la bonne articulation de la méthodologie (Pratt, 2008). La nature de la question, la méthodologie de recherche choisie et la visée de la recherche doivent être cohérentes avec le cadre épistémologique choisi par le chercheur (Avenier et Thomas, 2012). Un autre point de validité est le mix entre le terrain et la théorie produite. La recherche qualitative interprétative ancrant son potentiel dans l'expérience des sujets, elle doit montrer l'entrelacement entre les données terrain et l'interprétation du chercheur (Pratt, 2008; Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Les verbatim doivent être intelligemment insérés dans le corps du texte pour montrer au lecteur les sources de l'inférence. Gioia, Corley et Hamilton (2013) et Van Maanen (1979) montrent comment la recherche peut lier les expériences des sujets aux interprétations théoriques produites. Le cheminement, 1) catégories de premier ordre 2) catégories de second ordre 3) catégories agrégées, permet de montrer la validité du raisonnement qualitative. Cope (2011) à travers sa méthode de l'analyse interprétative phénoménologique, montre l'apport de cette structuration de la démarche lorsqu'une recherche veut tirer profit de l'expérience des sujets. Selon Avenier et Thomas (2015), une étude qualitative interprétative rigoureuse est celle qui conduit à la connaissance la plus proche des expériences des acteurs en situation. La validation des résultats par les sujets concernés est donc un point de validation important. Rispal et Jouison-Laffitte (2015) qualifient cette confrontation de validité interprétative. L'itération dans le raisonnement est elle-même une preuve de validité de l'analyse puisqu'elle entraîne des mises à l'épreuve successives de l'interprétation émergente (Avenier et Thomas, 2012). Les données nouvellement collectées sont utilisées pour valider les premiers essais de compréhension offrant ainsi une flexibilité dans la construction de la connaissance (Corbin et Strauss, 1990; Thorpe, 2014).

Avenier et Thomas (2012) parlent de la validité transgressive comme source de rigueur d'une analyse qualitative interprétative. Il s'agit d'un questionnement propre du chercheur sur ses hypothèses et son cadre théorique en confrontant ses résultats à des explications alternatives au phénomène étudié. C'est la triangulation théorique selon Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte (2014) où la collecte de données doit être aussi orientée de manière à ce que les hypothèses rivales puissent être rejetées (Dumez, 2011). La triangulation peut être aussi relative aux données, c'est-à-dire que le chercheur peut se permettre d'utiliser d'autres sources de données pour valider les interprétations qu'il produit (Dumez, 2012). Notre

logique de raisonnement étant abductive, il faut rajouter qu'elle exige aussi des points de vérification qui sont : la simplicité de l'hypothèse et l'ouverture en termes de recherches futures (Dumez, 2012).

De façon externe, la recherche qualitative doit faire une contribution à un débat théorique existant (Pratt, 2008), tout en veillant à ce que sa connaissance soit acceptée par les membres de la communauté à laquelle elle s'adresse. Le chercheur doit ainsi faire évaluer ses contributions par les institutions de critiques collectives qui sont les revues et les conférences scientifiques (Avenier et Thomas, 2012). Elles sont les mieux placées pour valider la pertinence d'une connaissance clé dans un domaine.

En conclusion, l'absence de standards sur la qualité d'une recherche qualitative a fait éclore une multitude d'approches de validation de la connaissance. Nous reprenons la démarche proposée par Pratt (2008) qui propose une sorte de *check list* sur laquelle la recherche qualitative doit fournir des arguments afin d'améliorer sa validité. Nous y rajoutons le rôle des institutions de critiques collectives. Le tableau 9 reprend les points de validité sur lesquels nous argumentons dans notre recherche. C'est ainsi que l'histoire qui émerge de notre recherche qualitative va acquérir sa légitimité.

Tableau 9: Points de validité de notre étude (inspiré de Pratt, 2008 : p.503)

	Détails
1- Pourquoi cette étude ?	Pourquoi la démarche qualitative est la plus adaptée et quelle est la visée ?
2- Pourquoi étudier ce contexte ?	Quelle est la nature de ce contexte et quelles sont les raisons de ce choix ? Quelle est sa plus-value pour la connaissance ?
3- Qu'est-ce que j'étudie et pourquoi ?	Quels participants ? quelle stratégie d'échantillonnage ? triangulation des sources ?
4- Comment s'est déroulée l'étude ?	Quelle technique d'analyse des données ? Comment passe-t-on des données brutes aux interprétations théoriques ? Quelle transparence dans la restitution ?
5- Validation externe	Quelles institutions de critiques collectives ?

Les points 1 et 2 présentés dans le tableau 9 sont déjà abordés dans les chapitres précédents. Nous avons montré le gap théorique ou le *open theoretical frame* (Pratt, 2008). La

pertinence de l'acteur a été démontrée et nous approfondissons la spécificité de ce terrain dans la section suivante.

Section 2 : le choix du terrain, l'accès à la population et l'analyse des données

Nous voulons analyser comment un investisseur individuel comme le BA arrive à cerner le potentiel de création de valeur des projets entrepreneuriaux en *early stage*. Cet acteur nous intéresse parce qu'il investit personnellement sa fortune, sans contrainte institutionnelle majeure, dans des projets indépendants de lui. Il prend sa décision d'investissement personnellement, ce qui nous permet de dire qu'il s'agit d'une population pertinente pour cerner « le processus cognitif de création de sens » qui fonde l'investissement dans des projets. A travers elle, c'est la prise de décision intuitive en incertitude qui est plus amplement cernée dans cette thèse.

2.1. Les Business Angels français : état du phénomène en France

Le phénomène des BA, une catégorie particulière d'investisseurs individuels informels, s'est développé dans l'hexagone depuis les années 2007-2008. Le développement de ce phénomène est en lien avec la récente crise financière, l'apparition de l'Impôt Sur les Fortunes (ISF)²⁹ (Bonnet et al., 2013) et la difficulté de financement des petites structures auprès des pourvoyeurs de capitaux classiques qui sont les banques et l'industrie du capital-risque formel³⁰. Les réseaux de BA représentent une source importante de ressources pour l'accompagnement de la phase de démarrage des jeunes firmes entrepreneuriales. En 2015, les statistiques publiées par France Angels³¹ montrent un total de 386 opérations pour un montant investi de 41,2 millions d'euros. Le tour de table moyen ou le financement moyen par projet était de 143 000 euros en 2015. Plus important, leur accompagnement financier a profité d'un levier financier de 3, c'est-à-dire qu'il permet d'augmenter substantiellement les capitaux investis dans les firmes entrepreneuriales par l'écosystème financier. Ceci s'explique par les politiques de co-investissement privé-privé et public-privé qui existent en France en faveur de l'entrepreneuriat. Les BA sont donc des acteurs importants dans l'écosystème entrepreneurial.

²⁹ Selon des théoriciens et certains analystes avisés du secteur, on doit à l'avantage fiscal, le soudain intérêt porté par les moins démunis à l'investissement entrepreneurial. L'association France Angels existait depuis 2001 mais doit son essor à la fiscalité favorable des années 2007-2008.

³⁰ Les banques au lendemain de la crise et avec la mise en place de nouvelles réglementations ont moins de pouvoir discrétionnaire dans l'accord de crédit à haut risque et les firmes de capital risque désertent l'amorçage pour les phases de développement afin de satisfaire les exigences de leurs partenaires institutionnels.

³¹ <http://www.franceangels.org>

France Angels compte au total 76 réseaux. Chaque BA a un profil spécifique mais un grand nombre d'investisseurs se rassemblent autour des 3 profils principaux suivants :

- l'ancien chef d'entreprise ou le cadre supérieur qui a un certain patrimoine et qui est en mesure d'investir entre 5 000 et 200 000 euros par an ;
- l'entrepreneur qui a précédemment créé son entreprise, l'a revendue quelques années plus tard et qui peut investir des montants entre 50 000 et 500 000 euros. Ce type de BA, quoiqu'en plus petit nombre, a tendance à se développer ;
- le membre d'un *family office* (regroupement d'investisseurs membres d'une même famille).

Nous étions en contact principalement avec 2 d'entre eux : ALPHA et GAMMA³², qui sont présentés dans la suite de la section. Quelques autres BA dans d'autres réseaux ont été aussi interviewés sans contact formel avec les instances du club.

2.2. La collecte des données empiriques

Nous avons principalement travaillé avec deux réseaux et quelques investisseurs venant d'autres réseaux français qui défendent le principe de l'investissement actif, c'est-à-dire qu'ils apportent à la fois du financement et de l'accompagnement entrepreneurial (2.2.1). L'immersion et la collecte des données se sont faites progressivement en profitant des opportunités du terrain (2.2.2).

2.2.1. Présentation des réseaux partenaires

ALPHA est un réseau de BA actifs dans l'ouest de la France. Il a été créé en 2007 et regroupe 70 membres aujourd'hui. Ses membres sont décrits comme ayant des expériences réussies. ALPHA est une association qui met en relation investisseurs et entrepreneurs en organisant des réunions de présentation de projets présélectionnés. Une de ses fonctions les plus importantes est la mutualisation des compétences des acteurs mais ces derniers prennent leurs propres décisions. ALPHA a un fonctionnement spécifique pour l'organisation des rencontres entre investisseurs et entrepreneurs. Présent sur deux régions différentes, c'est le nombre de projets présélectionnés qui définit la date des réunions. Ainsi, les membres sont invités à venir en réunion soit sur Angers soit à Nantes en fonction du nombre de projets à présenter. Les membres d'ALPHA peuvent investir entre 10 000€ et 50 000€ à chaque projet et le total apporté par le réseau à chaque investissement peut varier entre 50 000€ et 300 000 €. Le club dresse le bilan suivant à la fin de l'année 2015 : 450 projets étudiés, 30 projets

³² Anonymisés pour des raisons de confidentialité

sélectionnés pour un investissement total de 6 millions d'euros et une création d'environ 300 emplois. Pour comparaison, France Angels dénombre sur la même période environ 2800 entreprises financées par un total de 80 réseaux sur le territoire français³³. Nous pouvons donc dire qu'ALPHA reste un réseau actif au sein de la communauté des BA en France si nous faisons les proportions. 30% de ses membres sont toujours en activité dans des domaines économiques divers. Le réseau a, depuis sa création, accompagné des firmes entrepreneuriales dans différents secteurs à savoir : la santé et la biotechnologie, la formation et l'éducation, l'environnement, le digital et le web, la presse et les médias, l'industrie et les services. La nature de l'activité n'est donc pas un critère de sélection chez ALPHA, ce qui nous conforte dans l'idée que les résultats issus de nos analyses ne sont pas dépendants d'une activité donnée. ALPHA comme la plupart des réseaux en France, regroupe des investisseurs passionnés de l'aventure entrepreneuriale qui veulent soutenir et transmettre leurs expériences. Une part non négligeable des membres a une motivation essentiellement fiscale, ce qui entraîne généralement un taux de présence au-dessous des 50% au cours des différentes réunions de présentation des dossiers.

GAMMA est un des plus grands clubs de BA en France dans la région parisienne. Créé depuis 2004, il regroupe environ 200 membres et mentors actifs qui investissent essentiellement en amorçage. Comme ALPHA, GAMMA aussi se charge essentiellement de la mise en relation de l'offre et de la demande de capital dans l'écosystème entrepreneurial. Au sein de GAMMA, il existe une société d'investissement de capital risque Paris Angels Capital SA, qui dispose d'une capacité d'investissement de 3 000 000 € en fonds propres. Cette société elle-même regroupe 50 BA déjà membres du réseau GAMMA et elle permet au réseau d'investir jusqu'à 1 000 000€ en phase d'amorçage. Le fonctionnement de GAMMA est mieux organisé puisqu'il s'agit d'un réseau plus large avec un flux de projets plus important. Ainsi, deux réunions mensuelles sont organisées par le club et chacune d'elles voit passer 4 à 5 *pitchs* d'entrepreneurs. Annuellement, le club investit 4 000 000 €, reçoit 600 dossiers, instruit ou évalue 100 dossiers et réalise 25 *closings* (investissements). Le bilan du club depuis sa création jusqu'à fin 2015 est de : 30 000 000 € investis dans plus de 200 sociétés et environ 2500 emplois créés. Avec un tel bilan, GAMMA fait partie des réseaux les plus actifs de BA en France. Le club est généraliste dans ses principes mais il peut être constaté que près de la moitié des investissements se font dans le digital et plus du 2/3 dans

³³ Calculs comparatifs faits sur la base des bilans d'activité téléchargés sur www.franceangels.org, sur la même période

les nouvelles technologies de façon élargie. La motivation fiscale est aussi bien présente chez les membres de GAMMA comme on peut le constater sur leur portail internet.

Le processus de décision au sein de GAMMA est identique à ALPHA. Le processus qui peut durer en moyenne deux mois commence par une présélection. Chez GAMMA, elle est réalisée par un délégué général, employé à plein temps, parfois aidé par des BA. Cette présélection consiste à dépouiller les dossiers qui ont été déposés sur la plateforme GUEST³⁴ rattachée au réseau. Auprès d'ALPHA, l'approche est plus proactive. Il existe un comité de *sourcing* composé de BA volontaires, qui est chargé d'aller à la rencontre des projets au cours de différentes manifestations afin de nourrir le réseau. Celui-ci dispose néanmoins de représentants au sein des CCI (Chambre de Commerce et d'Industrie) rattachées et qui font office de « porte d'entrée » à plusieurs projets. Ces représentants procèdent aussi au *sourcing* et à la présélection. Ce tri initial dépend des critères plus objectifs tels que le secteur d'activité (si réseau spécialisé), la localisation géographique, le potentiel d'innovation (les BA ne financent pas les activités traditionnelles et les besoins de trésorerie) et le besoin de financement (montant demandé trop important pour le réseau). Ces critères ne renferment pas la subjectivité inhérente aux facultés de *sensemaking* individuel. La présélection amène l'animateur du réseau ou la petite équipe de *sourcing* à survoler les dossiers et la plupart du temps à contacter directement les porteurs. Les projets présélectionnés font l'objet de présentation en seconde étape devant les membres du réseau. Il s'agit pour les porteurs de projets d'exposer leur idée pendant une quinzaine de minutes (chez ALPHA) ou cinq minutes (chez GAMMA) et ensuite de répondre aux questions des investisseurs. Dans le cas où cette présentation suscite l'intérêt des BA et que certains des membres sont disposés à faire une évaluation approfondie du dossier, le projet passe à la troisième étape du processus qui est l'instruction. Celle-ci permet à un comité de BA (deux BA le plus souvent) d'analyser un projet pour cerner son potentiel et éventuellement le recommander aux autres collègues investisseurs. L'équipe d'instruction comprend un BA qui connaît au minimum le secteur d'activité du projet. Les instructeurs vont rencontrer plusieurs fois les porteurs de projet pour effectuer une sorte de *due diligence* informelle. Ce qui leur permet de voir si le projet a vraiment du potentiel et s'il peut intéresser une partie conséquente des membres du réseau. Ils vont aussi parallèlement négocier les conditions d'entrer au capital avec l'équipe entrepreneuriale. Si toutes les conditions sont réunies, les instructeurs vont convoquer une plénière appelée comité d'investissement afin que les porteurs de projets puissent présenter à

³⁴ GUEST est une plateforme utilisée par l'ensemble des réseaux de BA rattachés à France Angels. Elle facilite la mise en relation des porteurs de projet et des investisseurs.

nouveau le projet au réseau. Les résultats de l’instruction sont aussi partagés avec le réseau. Après la plénière, chaque membre du réseau intéressé par le projet donne son intention d’investissement. La somme des participations individuelles permet ainsi d’arriver au montant demandé par les porteurs et qui est par ailleurs validé par les instructeurs. La dernière étape est celle de l’investissement, c’est-à-dire la conclusion du contrat et la rédaction des conditions d’accompagnement du projet. C’est le *closing*. Le pacte d’actionnaires est rédigé et il ne reste plus qu’à espérer un bon développement avec les chances de réussite que nous connaissons à toute nouvelle firme entrepreneuriale. Il faut préciser que la décision d’investir est individuelle et que l’avis des instructeurs n’est que consultatif. La figure 15 ci-dessous résume le processus de décision au sein des deux réseaux analysés.

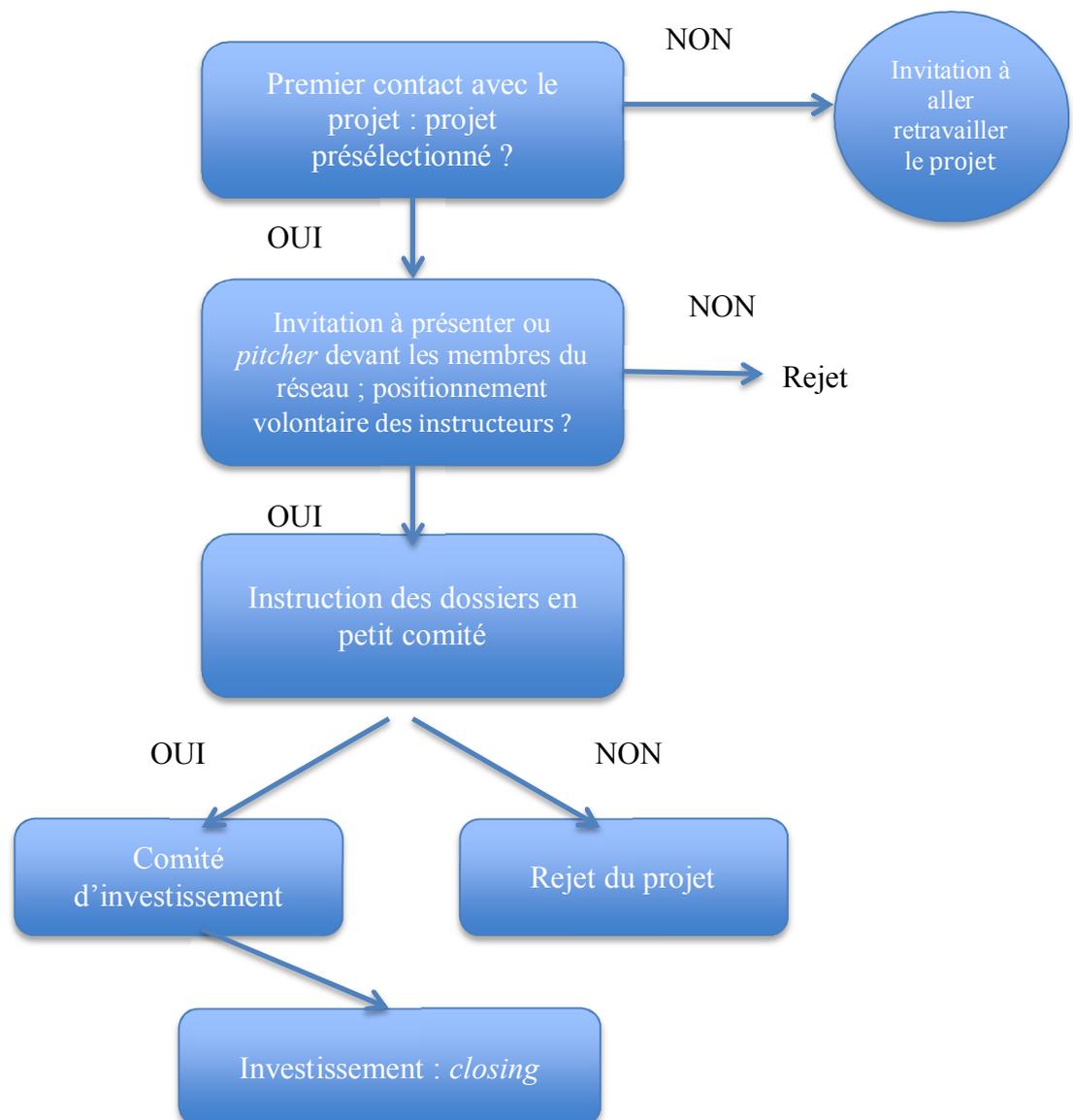


Figure 15: Processus de décision des Business Angels (Source auteur)

Le processus de décision chez nos deux réseaux n'est pas différent de ce qui a été souvent défini dans la littérature sur l'investissement des BA. Le phénomène de l'investissement des BA ne présente donc pas de spécificité française en ce qui concerne le processus de choix des projets. Avec ces réseaux, nous pensons avoir touché les deux extrêmes de l'activité dans l'hexagone avec d'une part un réseau de BA plus grand, mieux organisé (GAMMA) et d'autre part, un réseau à une plus petite échelle (ALPHA). Au sein de ces réseaux, nous avons fait des observations et des entretiens avec les différents acteurs. Cette différence de caractéristiques entre les deux types de réseaux est un moyen de triangulation des données pour nous. Elle offre une diversité interne aux données pour améliorer la qualité des résultats. Nous pouvons confronter deux points de vues différents de cette activité des BA. Les autres BA rencontrés l'ont été à titre individuel et non par le truchement de leur réseau d'affiliation. Nous les avons contactés à travers *LinkedIn*. Ceux qui ont accepté nos demandes d'entretien ont ensuite été sollicités pour rentrer en contact avec d'autres collègues BA.

2.2.2. La collecte des données

L'accès à un terrain de recherche se définit en deux étapes : la première qui consiste à avoir une autorisation formelle officielle de la part de la hiérarchie ; la seconde qui consiste à maintenir des relations de qualité permettant l'accès à l'information utile à la recherche (Cunliffe et Alcadipani, 2016). Cet accès est plus critique quand il y a besoin de s'immerger dans le quotidien des acteurs et de cerner le sens qu'ils attribuent aux choses. Dans notre cas, la seconde étape a été la plus complexe et demandeuse d'énergie (2.2.2.1). L'absence de contraintes organisationnelles fait la spécificité du terrain. Les BA forment un club avec une activité de « passe-temps » pour la plupart d'entre eux. Les livres de méthodologie passent souvent sous silence la complexité de cette immersion qui est une étape critique dans la création de connaissance de manière qualitative. Nous détaillons ci-dessous tout le processus avec les difficultés rencontrées. Empiriquement, nous observons dans un premier temps les différentes réunions d'instruction des dossiers par les BA. Il s'agit de capturer *in situ* le mécanisme cognitif sous-jacent à l'identification des opportunités d'investissement en amorçage (2.2.2.2). Les propos situés des acteurs impliqués dans le processus sont utilisés pour cerner la construction du sens. Ensuite, nous donnons la parole à divers BA qui nous évoquent en leurs propres termes, ce qui constitue un projet à potentiel de valeur (2.2.2.3). Cette double approche permet une triangulation des sources et des analyses qui sont faites en

confrontant les entretiens à la manifestation de la cognition en situation réelle d'évaluation (Van Maanen, 1979).

2.2.2.1. L'immersion dans le terrain

Le schéma suivant résume les dates clés de l'immersion dans l'expérience des BA.

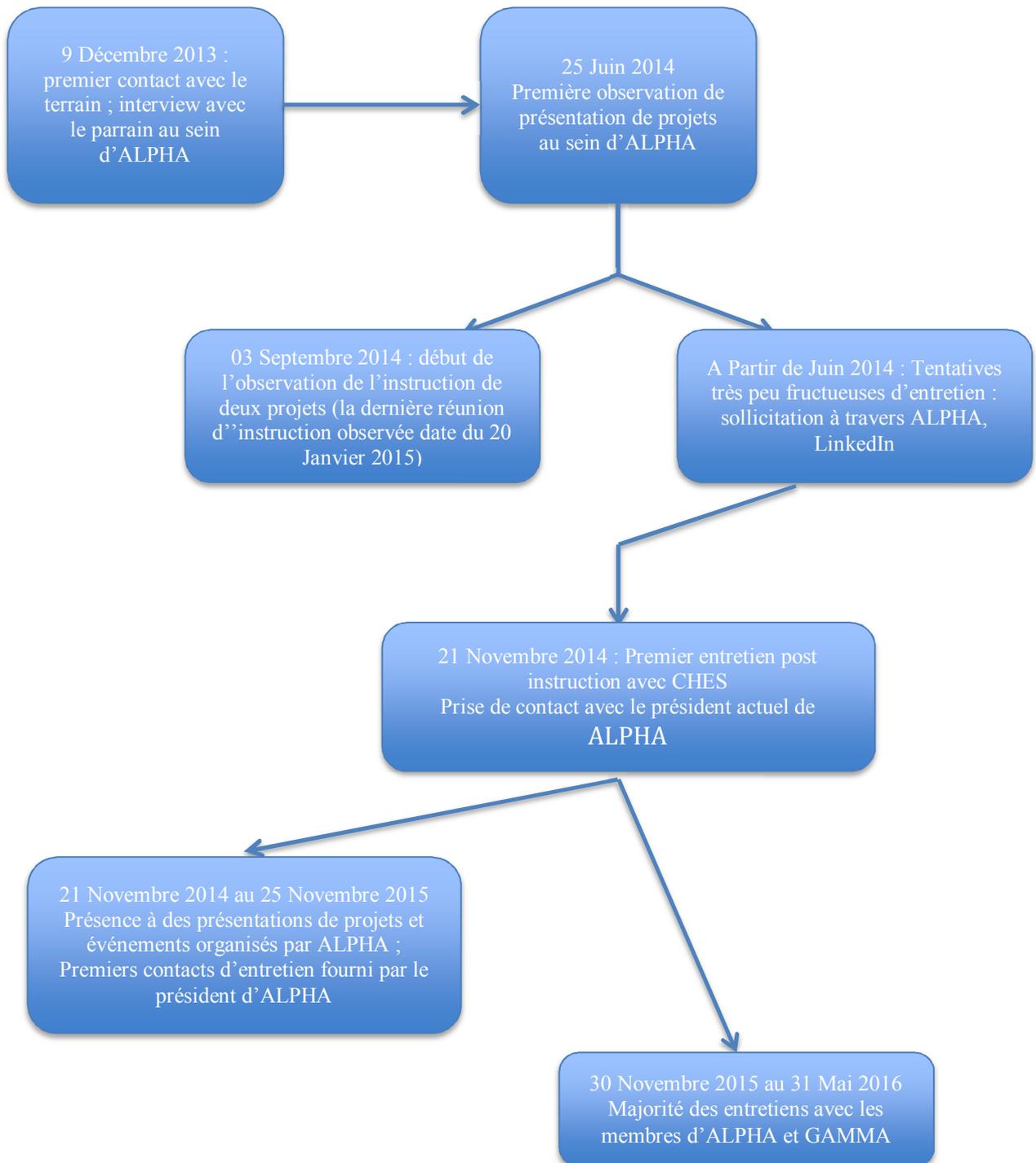


Figure 16: Evolution de l'immersion dans la réalité de l'évaluation des projets en amorçage avec les dates clés (Source auteur)

La collecte des données dans une recherche qualitative interprétative n'est pas synonyme de récupération de fichiers stockés. Parce qu'elle s'intéresse au sens que les individus affectent aux choses (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte 2014; Dumez 2011), elle doit se baser sur des données *in vivo* racontées ou produites par les acteurs en action. La nature de l'immersion devient une part entière de la qualité de la connaissance interprétative produite.

Le terrain des investisseurs informels est sensible (Sachet-Milliat, 2010) à notre sens parce que : d'une part, les BA sont des détenteurs de capitaux qui souhaitent garder le secret sur leurs ressources financières ; d'autre part, les projets à évaluer sont des actifs clés pour leurs porteurs et il est important pour ces derniers que le secret total et l'engagement à ne pas dupliquer l'idée soient garantis. Cette sensibilité du terrain a deux implications principales sur l'immersion : son accès ne peut se faire que par parrainage et la collecte de l'information se résume à de l'observation et à des prises de notes (Sachet-Milliat, 2010). Dans cette configuration, le chercheur n'a aucun contrôle sur le déroulement réel des événements (Guarnelli, Lebraty et Pastorelli, 2011). Il se laisse guider par l'évolution des événements sur le terrain, c'est-à-dire que l'approche terrain est elle-même de nature qualitative.

Nous avons eu recours à un parrain pour pénétrer le réseau d'investisseurs dans l'ouest. Le processus réel d'accès aux données a été long et non linéaire. En effet, le premier contact avec le parrain s'est fait plus facilement parce qu'il s'agissait d'un intervenant auprès des étudiants de notre Université. Le parrain était le chargé de présélection des dossiers au sein du réseau ALPHA. Nous l'avons donc sollicité pour ce qui concerne nos premières interrogations sur le processus d'évaluation des projets par les BA. Il faut rappeler que de notre revue de littérature, nous avons ressorti une insatisfaction liée au fait qu'il n'y a pas une réelle approche d'étude qui définissait le processus cognitif d'analyse des projets. Nous avions un positionnement initial selon lequel, en se focalisant sur les variables du choix, ces études ont ignoré l'activité cognitive de l'investisseur qui peut être distinctive dans la compétence des investisseurs. De plus, elles étaient trop souvent descriptives et peu théoriques. Ces deux points fondaient notre frustration initiale. Ainsi, notre première rencontre avec le parrain était à titre exploratoire afin de voir de quoi il était question au sein de son réseau et potentiellement demander qu'une invitation à collaborer soit envoyée aux membres du réseau afin de recruter des BA à interviewer (9/12/2013). Ce premier échange était très peu structuré. Nous avons repris les grandes catégories de critères de sélection des projets par les BA (Maxwell, Jeffrey et Lévesque, 2011) et l'objet était de demander « comment ils étaient évalués dans la réalité de l'investissement ». A cette question du « comment », nous avons eu très peu d'éclaircissements. Quand nous insistions sur le

comment, notre interlocuteur nous répondait très clairement qu'il n'avait pas de réponse, qu'il s'agit d'un sentiment indescriptible et que d'ailleurs ce n'était pas lui qui se chargeait de cette évaluation. Face à notre insistance, notre contact a fini par nous proposer une alternative que nous n'aurions pas crue possible dans notre projet de recherche : nous faire inviter à un comité de sélection ou à une session pitch du réseau. Quelques jours plus tard, nous recevons notre invitation à la session. C'était le premier accès effectif au terrain de l'activité d'évaluation des projets (25 Juin 2014) (Voir Annexe 1 pour le mail d'invitation au comité de sélection).

A cette première séance, nous avons été présentés au président du club avec qui nous avons évoqué rapidement mon projet. Il nous fit signer une lettre de confidentialité auprès de notre parrain. Ensuite, à l'ouverture de la session, il se chargea de nous présenter en qualité d'« universitaire-observateur » aux autres membres présents à la séance. Au total trois présentations de projets ont été faits par les entrepreneurs ce jour-là. De notre côté ayant l'occasion de rencontrer les BA pour la première fois, nous avons souhaité avoir leurs contacts afin de les relancer pour des entretiens individuels. A cette sollicitation, nous avons eu la même réponse nous renvoyant vers le représentant du réseau qui par ailleurs était notre parrain de terrain. Nous avons profité aussi de cette première présence pour échanger avec les entrepreneurs présents. Les jours qui ont suivi, nous avons donc demandé à avoir les contacts des investisseurs en précisant qu'ils ont bien accepté de nous rencontrer et qu'il suffisait de passer par notre parrain. Ce dernier nous fit savoir que les mails des membres étaient confidentiels et que la seule possibilité de les relancer était de leur faire parvenir un mail d'invitation par ses soins. Ce que nous avons pris le soin de faire de façon rapide, précise et concise (Voir annexe 2 pour la lettre d'invitation envoyée aux BA d'ALPHA). Quelques semaines plus tard, nous avons demandé à faire une relance et malgré cela nous n'avons jamais eu retour de la part des investisseurs. Ainsi, cette première rencontre avec les BA qui n'ont jamais manifesté leur désaccord directement, n'était pas encore celle qui allait nous donner accès aux propos et expériences des investisseurs sur leurs activités. L'immersion tant nécessaire dans le cadre d'analyse qualitative interprétative n'était pas encore au rendez-vous (Cunliffe et Alcadipani, 2016). Signer une lettre de confidentialité, rencontrer les responsables d'une organisation et faire un courrier d'invitation formel, ne garantissent pas la réelle immersion dans un terrain de recherche.

Suite à notre première participation au comité de sélection, nous avons négocié le droit de participer aux différentes réunions dans le cadre des instructions de dossiers. Ce qui était une première avancée vers les expériences réelles des investisseurs. Il fallait donc veiller à

être dans la boucle d'organisation des rencontres entre les parties prenantes à l'instruction (voir en annexe 3 les mails d'organisation des séances d'instruction). En effet, suite à la difficulté de notre parrain à répondre à notre question, nous avons pensé que l'immersion par l'observation en situation était une excellente alternative pour notre problématique. Ainsi, le premier contact avec la réalité réflexive ou cognitive des investisseurs en amorçage allait débiter. Nous présentons plus bas le détail des quelques mois d'observation en situation.

C'est à la suite des premières réunions d'instruction que nous avons eu notre premier rendez-vous avec un BA. Pour ce dernier, nous avons assisté à toutes les réunions d'instruction qu'il avait menées avec une équipe entrepreneuriale. A la fin de l'instruction, il nous a invité à le rencontrer dans son entreprise. Une des difficultés de ce terrain des investisseurs privés est qu'ils ne forment qu'un club d'amis qui n'ont aucune obligation de présence au sein d'une entité physique. Pour les rencontrer, il faut donc convenir d'un lieu qui est le plus propice pour eux, soit dans leur emploi actuel s'ils sont encore en activité, soit à leur domicile ou convenir d'un lieu de rencontre. Nous avons donc rencontré notre premier interlocuteur investisseur dans son entreprise et sa première affirmation était : *« j'ai accepté de vous rencontrer parce que j'ai eu le temps de vous observer et vous semblez être une personne sérieuse et travailleuse. »* (CHES ; 21 Novembre 2014). Nous avons donc compris que la réelle immersion dans cette expérience des BA allait être fonction de la confiance perçue en nous par nos interlocuteurs. Ce premier BA était un ami très proche du président du club que nous avons déjà eu l'occasion de rencontrer à Angers lors de notre premier jour d'observation. Il nous a donc promis, parce qu'il nous faisait confiance, de rappeler ma demande à son ami afin que celui-ci puisse me rencontrer et m'aider un peu plus. Une nouvelle occasion s'offrait à nous pour espérer rencontrer effectivement d'autres BA.

Nous avons contacté à nouveau le président du club de la part de son ami. Il fut alors plus réceptif à notre demande et accepta de nous rencontrer en entretien. Il a demandé aussi de lui adresser à nouveau un courrier décrivant la recherche et nos besoins afin qu'il puisse en discuter avec ses camarades en réunion (Voir annexe 4 pour la nouvelle lettre adressée au président d'ALPHA). Il a aussi envisagé l'apport de nos travaux pour leur réseau et plus spécifiquement il voulait nous charger de la présélection des dossiers (donc un premier contact avec les entrepreneurs et leurs dossiers). Malgré cet enthousiasme du président, celui-ci n'a pas eu l'approbation de l'ensemble de ses membres sur notre éventuelle implication dans leur activité. Ils ont motivé leur décision par notre manque d'expérience entrepreneuriale. Selon eux, les entrepreneurs qui s'adressent à leur association ont besoin de rencontrer des personnes expérimentées et nous ne serons pas d'un grand apport pour ces

demandeurs de capitaux et de conseils. Le président nous annonça ce positionnement de ses collègues tout en affirmant qu'il ne renonçait pas à notre collaboration. Il promit de nous mettre en contact individuellement avec les membres les plus réceptifs à ma demande pour un éventuel entretien. Parallèlement, nous avons été encore invité à participer à d'autres sessions présentation de projets. Il s'est ainsi établi une relation de confiance entre nous et cet acteur qui va permettre un partage réel de connaissances lors d'un entretien.

Cette bonne relation avec le président du club aurait pu constituer une opportunité pour notre étude. Cependant, plusieurs tentatives de celui-ci afin de convaincre ses confrères sont restées infructueuses. Aucun BA n'a volontairement demandé à ce que nous puissions le contacter pour un entretien. Finalement, après presque une année de tentatives, le président a fini par nous donner des noms et contacts de certains BA sans l'accord préalable de ces derniers. Il s'agissait de les amener à prendre un peu de leur temps pour participer à l'étude selon lui. Le premier entretien avec les personnes dont le président nous a suggéré les noms a eu lieu le 25 Novembre 2015. Par ailleurs, nous avons été amené à participer à d'autres événements organisés par le réseau pour tenter d'initier le contact individuellement. Nous avons participé à plus de sessions de *pitches*. Durant ces sessions, nous étions présents dans les phases de délibération entre BA et ces derniers n'hésitaient pas à demander notre avis sur les projets. C'était, nous croyons, une façon de tester la capacité de l'intrus (chercheur) qu'ils avaient devant eux. Cette présence a permis d'être plus connu et ainsi faciliter les prises de rendez-vous. Il était plus facile de rappeler le lendemain en faisant référence à la rencontre de la veille que de se lancer sans aucun préalable. Ainsi, il a fallu trois tentatives d'accès pour finalement parvenir à établir une bonne relation de confiance entre les membres du réseau ALPHA et nous. Ils ont ainsi pu partager avec nous leurs expériences d'instruction des idées entrepreneuriales en amorçage. Ce processus d'immersion dans les données n'est donc pas un processus linéaire. En ayant comme but d'accéder aux vraies expériences des individus, nous pouvons voir comment ce dernier a orienté nos efforts sur le terrain.

Nous avons ensuite voulu élargir notre analyse à des BA au sein d'autres réseaux. Dans un premier temps, nous avons utilisé les réseaux sociaux pour les atteindre. Malgré de nombreux contacts enregistrés, très peu d'invitations à un entretien ont été acceptées (5 sur une cinquantaine d'invitations lancées). Un de nos contacts personnels qui était délégué général au sein d'un des plus grands réseaux parisiens (GAMMA) fut d'une très grande aide. Il promit de nous aider à initier des contacts mais en ayant d'abord évoqué le sujet avec l'acteur concerné. C'est seulement à partir de ce moment que nous pourrions rappeler le BA et espérer qu'il nous livre ses expériences. Malgré le biais que cette approche peut comporter,

elle était la plus adaptée pour les besoins de notre recherche dans ce nouveau réseau. Nous avons rencontré certains BA à des grandes manifestations sur l'entrepreneuriat et qui ont ensuite accepté des entretiens. Ainsi, dans cette démarche d'immersion, il y avait toujours ce besoin de premier contact qui crée la confiance soit directement avec nous ou indirectement à travers un référent bien connu. C'était une condition *sine qua non* à la bonne relation entre le chercheur et les BA.

L'immersion a été complexe et a mis du temps à se dessiner. Cependant, il a été nécessaire pour nous d'insister auprès des différents acteurs afin d'accéder aux expériences réelles des acteurs. Notre démarche terrain est pertinente parce que les premiers entretiens et les observations ont eu lieu dans une même association de BA, ce qui offre une base de comparaison dans l'analyse. Ensuite, nous apportons une diversité en nous entretenant avec des BA issus d'autres réseaux et de zones géographiques différentes (Corbin et Strauss, 1990; Maitlis, 2005). Nous avons pu nous entretenir avec un BA de Poitiers et un autre de Montpellier. Nous revenons, ci-dessous, sur les deux principaux modes de collecte de l'information utilisée dans ce travail.

2.2.2.2. L'observation non participante

Nous souhaitons cerner comment l'investisseur crée du sens autour de la firme entrepreneuriale à la phase d'amorçage. L'observation des interactions entre BA et porteurs de projet est une approche nécessaire pour analyser leur activité d'investissement (Maxwell, Jeffrey et Lévesque, 2011). La nôtre s'est déroulée au sein du réseau ALPHA. Notre zone d'observation est la phase d'instruction des dossiers. En effet, il ressort de la description que nous avons fait du processus d'investissement des BA que c'est la phase d'instruction qui voit s'opérationnaliser la création du sens par les investisseurs. Ils vont rencontrer les porteurs, les critiquer, les aider dans la redéfinition de leur idée et les conseiller dans l'action. Le BA va cerner le projet dans toutes ses dimensions et ainsi estimer le risque inhérent. Ils arrivent ainsi à se faire une conviction finale qu'ils partagent avec leurs collègues de façon formelle (avec une intervention en comité d'investissement) ou informelle dans des échanges dyadiques dans d'autres contextes. Les instructeurs n'hésiteront pas à aller motiver d'autres investisseurs s'ils sont convaincus par le projet. L'instruction est donc une phase clé dans l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. Elle est intéressante comme lieu d'observation puisqu'elle voit des acteurs dépourvus de toutes contraintes institutionnelles, échanger des avis et analyser des projets indépendants. La période d'instruction est une occasion unique de

voir s'opérationnaliser la psychologie de l'investisseur en incertitude. Il est reconnu que le discours est un canal d'extériorisation pertinent de l'activité cognitive des individus en situation, surtout lorsqu'ils font face à des cas nouveaux (Cornelissen, Clarke et Cienki, 2012; Isenberg, 1986; Ericsson, 2002). Nous estimons que les produits discursifs durant l'instruction représentent la dynamique de construction du sens des BA autour du projet afin d'inférer son potentiel de valeur et de le recommander. En observant les interactions entre les acteurs durant la phase d'instruction, nous nous distinguons un peu plus des études antérieures qui ont recentré leur intérêt uniquement sur les phases de présélection et de *pitch* (Clark, 2008; Maxwell, Jeffrey et Lévesque, 2011; Sudek, 2006).

Les réunions d'instruction avaient lieu dans des espaces neutres réservés pour l'occasion. Pour ce qui est de l'organisation matérielle de la salle, les acteurs se retrouvaient autour d'une table où d'un côté se tenaient les instructeurs BA et de l'autre (en face), les porteurs de projet. Il y avait, à disposition des porteurs, du matériel de projection vidéo en cas de besoin. Tout se déroulait sous forme de négociation informelle entre les deux parties. Des documents transitaient d'une partie à une autre pour étayer les propos. Ce climat entraînait rapidement l'émergence d'une relation de confiance entre entrepreneurs et investisseurs. Nous avons pris des notes de tous les propos des acteurs pendant le processus d'instruction (Clark et al., 2010). Nous avons rédigé de petits mémos sur les discussions avec les acteurs à la fin de chaque réunion. Il s'agissait des ressentis des acteurs après les échanges. Ces mémos étaient, une fois rentré chez nous, rajoutés à nos notes. Pour des raisons de confidentialité, nous ne donnons ici que le minimum d'information sur les projets concernés par notre observation. Nous les appelons D et T. Nous n'avons pas choisi délibérément ces deux projets. En effet, trois projets ont été présentés au premier comité de sélection à laquelle nous avons assisté (25 Juin 2014). D et T sont les deux qui ont été retenus pour une analyse approfondie.

D est une idée innovante en phase d'amorçage et portée par trois personnes d'horizons différents qui sont à la recherche du premier financement. Le concept est développé et au moment de l'instruction, aucune donnée de performance n'existait sur l'idée telle que définie par les porteurs. Quelques promesses d'achat existaient. D est donc en phase d'amorçage comme nous l'avons défini. Notre observation s'est déroulée entre le 03 Septembre et le 5 Novembre 2014. Il y a eu trois rencontres entre les parties prenantes, c'est-à-dire les porteurs de projets et les deux BA instructeurs. Le dossier T est porté par un entrepreneur personne unique. Ce projet est aussi en phase de création puisqu'aucune activité n'a encore démarré et il s'agit pour le porteur de solliciter des fonds de démarrage. La partie technique est bien

définie pour le porteur. Des premiers contacts avec des potentiels clients sont présentés par l'entrepreneur mais aucun chiffre d'affaires n'est réalisé. L'intervention des BA est donc en phase d'amorçage comme nous l'avons décrit. L'instruction du projet T s'est étalée entre le 4 septembre 2014 et le 20 Janvier 2015. Elle a été conduite par deux BA. Nous avons assisté à ces présentations et avons pris note de l'ensemble des propos des acteurs durant les interactions. Chaque réunion dure en moyenne deux heures. Le tableau 10 résume les caractéristiques des projets observés. L'observation de deux cas de projet avec des caractéristiques différentes assure une validité interne à l'étude.

Tableau 10 : caractéristiques des projets suivis en instruction (sources auteur)

	D	T
Secteurs d'activité	Service à la personne	Industrie du froid
Nombre de porteurs	3	1
Etat d'avancement	Amorçage sans activité	Amorçage sans activité
Somme demandée	100 000€	350 000€
Somme investie	100 000€	150 000€
Nombre d'instructeurs	2	2
Nombre de réunions	3	7

Pour compléter les notes d'observations, nous avons eu accès à certains documents de travail des BA : *business plan* des projets, notes prises par le BA et compte-rendu d'instruction adressé aux autres membres du réseau. Il est très important de préciser un point lié au calendrier des activités d'investissement. En effet, les périodes fiscales influencent beaucoup les BA dans leur décision. Donc on peut imaginer que finalement, le réel potentiel de projet n'est plus sérieusement évalué puisqu'il faut investir pour réduire son ISF (Impôt sur la fortune). Selon des commentaires faits par un BA (GAZ), vouloir comprendre leur décision d'investissement autour du mois de Juin n'est pas pertinent à cause des déclarations fiscales qui doivent être remplies. De même, s'intéresser à l'activité des BA entre Juin et septembre n'est pas pertinent puisqu'il s'agit de « la période morte » (vacances) en France. Après avoir reçu ces informations nous avons vérifié notre période d'observation. Nous ne l'avons pas choisie, elle s'est imposée en fonction de l'activité de ALPHA. Nous avons eu de la chance puisque nos projets observés ont été instruits entre Septembre et Janvier, ce qui représente la période où la pression fiscale est moins présente dans le comportement d'investissement. Ceci permet encore de dire que nous avons plus de chance d'observer le comportement réel d'identification des opportunités d'investissement. Le biais fiscal lié à la période est faible.

Van Maanen (1979) désigne les données collectées par l'observation comme des informations opérationnelles. Ce sont des conversations spontanées et des actions d'acteurs en milieu naturel. Ces faits n'ont de sens réel que pour les acteurs qui les vivent. Il devient donc crucial d'intégrer les interprétations des acteurs si la recherche veut éviter les pièges d'une étude terrain c'est-à-dire se retrouver avec des données brutes parfois dépourvues de sens pour le commun des mortels. Les entretiens permettent de remédier à ces risques.

2.2.2.3. Entretiens phénoménologiques

L'entretien, de façon générale, comme méthode de collecte des données est répandue dans l'analyse du capital-risque formel et informel (Steier et Greenwood 1999; Paul, Whittam, et Wyper 2007; Fried et Hisrich 1994). Nous avons dans notre cadre utilisé des entretiens phénoménologiques très peu structurés. En effet, les échanges avec les BA étaient orientés par la volonté de mieux comprendre les faits observés en approfondissant l'immersion dans leurs expériences. Alors que certains BA appréciaient le fait de pouvoir dévoiler naturellement leur ressenti sur l'activité, d'autres souhaitaient que des questions bien définies soient formulées afin de ne pas perdre du temps. Pour ces derniers, les échanges étaient plus compliqués au départ. Ils ont finalement été pris au jeu de la narration devant notre insistance sur le « comment » des choses. Ils vont commencer par raconter des exemples où ils étaient engagés comme instructeurs. Pour ne pas influencer la narration de nos interlocuteurs, nous avons adopté la stratégie de l'entretien peu structuré afin de profiter non seulement des expériences des BA mais aussi de leurs propres *feedbacks* sur les pratiques (Gioia, Corley et Hamilton, 2013; Van Maanen, 1979). Nous pouvons dire *a posteriori* que trois points essentiels structuraient les échanges : les expériences d'instruction, l'auto-évaluation de la pratique et l'expérience professionnelle de l'investisseur. Notre première question a toujours été la suivante : « dans le cadre de votre activité d'accompagnement et d'investissement dans les projets en amorçage, pouvez-vous nous raconter comment vous arrivez à savoir qu'une idée qui vous est présentée est une opportunité d'investissement ? ». Les BA commençaient leur narration presque toujours par une brève présentation de leurs expériences professionnelles et de leur appartenance au réseau. Dans la suite des entretiens, notre tactique consistait à rebondir sur les différents points évoqués par les BA. Un total de 35 entretiens a été fait pour une durée moyenne de 45 minutes par entretien. Les entretiens ont été réalisés en face-à-face et par téléphone.

L'échantillonnage pour les entretiens a été fait selon la procédure du *snowball* (Corley et Gioia, 2004). Nous avons dans un premier temps essayé d'avoir en entretien, les BA qui

étaient membres des équipes d'instruction que nous avons observées. Nous avons ensuite demandé à ces acteurs de nous recommander auprès de leurs collègues, ces derniers étant eux-mêmes sollicités pour nous recommander auprès d'autres investisseurs du réseau. Le processus de recrutement au sein de GAMMA est essentiellement passé par notre contact délégué général auprès de ce réseau. Il nous renvoyait le contact des BA à interviewer au fur et à mesure que ceux-ci acceptaient de nous consacrer une petite partie de leur temps. La règle suivie en termes de personnes interviewées est de cibler les personnes susceptibles de détenir l'information pertinente sur notre sujet d'intérêt (Clark et al. 2010; Mantere, Schildt et Sillince, 2012; Corley et Gioia, 2004; Daft et Weick, 1984). Ce sont les BA ayant déjà conduit des instructions de dossiers qui nous intéressaient particulièrement. Dans notre cas et contrairement au contexte organisationnel, le risque de sous-information des acteurs rencontrés est faible ou quasi inexistant. Il n'y a pas de relations hiérarchiques formelles entre les membres d'un réseau de BA. Chaque BA passionné par son activité d'investisseur est une source pertinente d'informations en fonction de l'expérience et de l'expertise qui est la sienne. Puisque les expériences sont différentes, chaque membre de l'association détient une vision pertinente de ce qu'est un projet de firme entrepreneuriale à potentiel de valeur. Ceci assure d'ailleurs une diversité interne intéressante des opinions au sein des réseaux comme ALPHA et GAMMA qui sont a-sectoriels. Le recrutement des participants supplémentaires a été conduit suivant le principe de saturation qui limite le nombre d'interviewés à l'apparition de redondance dans les propos collectés (Corbin et Strauss, 1990). Cette redondance est évaluée par le fait que l'analyse et la collecte de l'information sont faites simultanément. Nous avons donc jugé pertinent de cesser la recherche de nouveaux entretiens lorsque les propos récoltés n'apportaient plus de connaissances supplémentaires.

Pour Van Maanen (1979), le principal enjeu lors de la collecte des données est la confiance qu'on peut accorder au propos des participants. Ce dernier doit faire attention à distinguer entre les faits qualifiés d'opérationnels (les vraies routines) et les faits décrits comme présentés (Van Maanen, 1979). Les faits présentés forment un idéal, un état normal, une abstraction postulée par le sujet et qui constituent les aspects que l'individu souhaite montrer à toutes personnalités extérieures. Ils ne sont pas toujours identiques aux routines quotidiennes qui représentent les comportements *in situ* des sujets. A travers des entretiens, les données collectées sont majoritairement des informations présentées. Il revient au chercheur de développer des techniques différentes pour minimiser la distance de significations entre données opérationnelles et données présentées. Dans notre cas, ce risque est particulièrement présent puisque la perception des investisseurs est fortement influencée

par leurs expériences. Etant des individus dotés de connaissances, ils ont préalablement fait un travail réflexif sur ce qui a de l'importance ou non dans la qualification d'un projet entrepreneurial en amorçage. Nous avons donc pris certaines précautions. Durant nos entretiens, nous avons particulièrement demandé aux BA de nous raconter des expériences d'instruction, les comportements adoptés et le pourquoi de ces comportements. Cette demande réduit les biais de réponses hypothétiques (Paul, Whittam et Wyper 2007; Fried et Hisrich, 1994). Les BA ont donc été encouragés à faire régulièrement le lien entre ce qu'on pourrait dénommer connaissances abstraites (issues d'expériences de *manager*, d'entrepreneurs et de BA) et leur opérationnalisation en situation. Ils donnaient aussi des exemples précis de situations qu'ils ont eux-mêmes connues en tant que manager ou entrepreneur pour étayer leurs propos. Nos insistances advenaient dans une relation de confiance que nous avons bâtie avec nos interlocuteurs. Ceci a été possible grâce à la longue et difficile immersion qui caractérise notre travail sur le terrain. Les données d'entretien ont aussi été triangulées avec l'observation des sessions de *pitch* (à Angers et sur Paris sur toute la période de l'étude soit 12 *pitches*), les délibérations entre les BA sur les différents projets, les *business plan* soumis par les entrepreneurs, les documents de travail personnels des BA (notes pendant l'instruction), les comptes rendus d'instructions renvoyés aux autres membres du réseau d'ALPHA et des échanges informels au cours des différentes manifestations auxquelles nous avons participé (Voir annexe 5, 6 et 7 pour des documents d'instruction obtenus auprès des BA : Fiche d'engagement d'investissement et Fiche d'Evaluation des projets).

Notre population de BA est hétérogène avec des investisseurs novices et expérimentés, des individus âgés et jeunes, des actifs et des retraités. Certains ont été entrepreneurs et ont revendu leur firme alors que d'autres ont occupé des postes de *managers* dans de grandes corporations. Leurs expériences sont diverses avec des connaissances en industrie (manufacture, bâtiment, biotechnologies etc.), dans les services (IT, communication, finance, comptabilité etc.) (Confer tableau 11 descriptifs des BA rencontrés.). Cette hétérogénéité nous force donc à identifier ce qui est réellement essentiel dans leurs essais d'interprétation des idées entrepreneuriales indépendamment de la spécificité d'un secteur donné.

Tableau 11: Caractéristiques des investisseurs interviewés (Source auteur)

Noms	Réseau, ville et dates	Domaine d'expérience	Expérience fonctionnelle	Expérience BA
LB (2)	ALPHA Angers (21/10/2014) & (26/06/2015)	Informatique	Fondateur de société	2ans
DAD	ALPHA Nantes (6/06/2015)	Comptabilité	Cadre dans un grand groupe	9 ans
RB	BA indépendant Paris (7/10/2015)	Gestion de l'innovation	Cadre dans une startup, entrepreneur	8 ans
MIC	BA Paris (23/10/2015)	Finance- Banque	Fondateur d'une société d'investissement en startup	6 ans 2 mois
DEC	Synergie Poitiers (29/09/2015)	Informatique	Entrepreneur à la retraite	4 ans
MF	- (26/05/2015)	Gestion de projet Industrie	Entrepreneur ayant bénéficié de l'investissement d'ALPHA	n/a
DUC	GAMMA Paris (18/11/2015)	Informatique-Numérique	Entrepreneur-Manager	1 an
BRU	GAMMA Paris (24/11/2015)	Informatique	Cadre dans un grand groupe	5 ans 10 mois
CHES	ALPHA Nantes (21/11/2014)	Assurances	Entrepreneur-Manager actif	9 ans
VER	ALPHA Nantes (8/12/2015)	Alimentaire	Entrepreneur-Manager retraité	6 mois
CC	ALPHA Angers (9/12/2013)	Finance	Cadre actif	n/a
JPD	ALPHA Angers (21/10/2014)	Bâtiments	Cadre retraité	9 ans
MAR	Technopole Angers (16/02/2014)	Finance	Cadre actif	n/a
FAY	BA Indépendant (20/10/2015)	Informatique	Entrepreneur actif	3 ans
DL	Melies Montpellier (2/10/2015)	Informatique	Cadre retraité	7 ans
CHAT	(21/04/2015)	Aide à la personne	Entrepreneur ayant bénéficié de l'investissement d'ALPHA	n/a
GAZ	Investssor Paris (18/11/2015)	Informatique-Numérique	Consultant actif	3 ans
CHAM	GAMMA Paris (4/12/2015)	Comptabilité	Consultant en management	3 ans 2 mois

PEM	ALPHA Nantes (8/12/2015)	Bâtiments	Retraité	9 ans
MAL	Investessor Paris (4/12/2015)		Cadre retraité dans un groupe	ancien BA
JGS (2)	ALPHA Angers (17/03/2014) & (21/11/2014)	Maroquinerie-Banques	Entrepreneur à la retraite	9 ans
CES	ALPHA Nantes (26/11/2015)			9 ans
BB	Paris France Angels (8/01/2016)		Entrepreneur	7,5 ans
BOU	GAMMA (16/12/2015)	Informatique, Innovation	Manager dans un grand groupe	
VIG	GAMMA (21/10/2016)	Capital-risque, crowdfunding	Entrepreneur actif	7,5 ans
REN	ALPHA Nantes (7/01/2016)	RH, formation,	Consultant à la retraite	9 ans
EMA	ALPHA Nantes (06/01/2016)	n/a	n/a	9 ans
LEB	ALPHA (21/01/2016)	n/a	n/a	9 ans
COP	INSEAD Angels	Mécanique électronique	Ingénieur actif	10 mois
MON	INSEAD Angels	Capital-risque, VC	Ancien Entrepreneur	10 ans
AMA	BA ESCP (6/10/2015)	Innovation, Sciences et technologies	Manager, entrepreneur, consultant	4,3 ans
BOD	Membre fond d'amorçage Angers (28/06/2015)	Finance	Banquier	9 ans
FAB	GAMMA Paris (30/11/2015)	Electricité	Entrepreneur	2 ans

Section 3 : Démarche d'analyse des données

Les données collectées ont fait l'objet d'une analyse de contenu. Pour ce qui est des matériaux d'observation, il s'agit d'identifier des catégories dans le produit discussif des instructeurs (3.1). Les entretiens ont plutôt fait l'objet d'une analyse inductive montrant le passage du terrain à la théorie grâce au logiciel Nvivo (3.2). L'analyse des entretiens s'est inspirée des résultats des observations.

3.1. Analyse des données d'observations

La finalité de la phase d'observation était de voir quel type de similarités domine le discours des BA en situation naturelle. Il s'agit donc de caractériser le processus mental sous-jacent à l'instruction des dossiers par les BA. Il nous faut donc scruter chaque prise de parole du BA pour savoir s'il relie au moins deux catégories de facteurs pour inférer un état futur ou s'il s'agit uniquement de l'énonciation de relation de premier ordre ou d'attribut superficiel. L'unité informationnelle (UI)³⁵ est donc chaque prise de parole du BA pendant les réunions d'instruction. Pour analyser le produit discursif d'un individu, il est nécessaire de fixer des catégories mentales. Une catégorie mentale est une sorte de dossier cognitif qui permet d'organiser les composantes du produit discursif des individus dans un contexte spécifique donné (Chaney, 2010). Elle facilite l'accumulation de la connaissance par les acteurs. Chaque réalité sociale est décrite à travers des catégories mentales. Ces dernières sont des grands répertoires de connaissances chez les individus. Si nous prenons l'exemple de l'identification des opportunités entrepreneuriales, Grégoire, Barr et Shepherd (2010) considèrent trois catégories mentales : technologie, marché et autres. Ce sont des thèmes généraux qui sont susceptibles de définir ces opportunités. Par exemple, il serait dépourvu de sens de parler de « voiture » comme catégories des projets entrepreneuriaux. Le caractère très abstrait des catégories mentales annihile les soupçons de contrainte forte sur le raisonnement humain. Elles servent à contextualiser les descriptions ou le raisonnement afin d'en extraire un récit cohérent porteur de sens. Nous posons l'hypothèse selon laquelle le discours durant l'instruction des projets par les BA peut contenir trois grands thèmes ou catégories mentales : « Marché », « Technologie », « Entrepreneur ». Ces thèmes sont décrites par la littérature existante qui étudie la sélection des projets en amorçage par les BA (Maxwell, Jeffrey et Lévesque 2011; Sudek 2006). Nous avons créé une catégorie « Autres » lorsqu'un propos ne peut être classé sans équivoque sous une des trois précédents.

Partant de cette hypothèse, nous avons donc analysé chaque propos pour identifier les formes discursives dans le raisonnement (confère chapitre 3). Selon Gentner (1983), l'individu se représente les situations comme un système de nœuds et de propositions (formes discursives) et les distinctions qu'il fait entre ces différentes formes déterminent la nature de son raisonnement. Les différentes formes discursives ont des effets différents sur l'interprétation des situations par les décideurs (Grégoire et Shepherd, 2012). Il existe trois types de formes discursives : les caractéristiques superficielles, les relations de premier ordre

³⁵ Une unité informationnelle est un segment du matériel brut sur la base duquel porte une analyse

et les relations d'ordre élevé. La première forme, les caractéristiques superficielles ou attributs, correspond à une composante statique observable directement et qui sert à décrire une situation (Gentner et Gunn, 2001). Ce sont des éléments basiques perçus dans une situation donnée. Identifier les attributs superficiels consiste donc à s'interroger sur les constituants et le contexte d'une situation. Pour la catégorie mentale « Technologie » par exemple, on peut citer les *inputs*, la nature de l'offre, les partenaires à la production etc. Lorsque l'interprétation se focalise sur ce type de paramètres en faisant une comparaison entre deux situations, le décideur procède par similarité superficielle. Grégoire et Shepherd (2012) et Grégoire, Barr et Shepherd (2010) sont les seuls à notre connaissance à avoir utilisé le raisonnement par alignement structurel (avec les différentes similarités) pour décrire l'identification des opportunités entrepreneuriales. Ils opérationnalisent les différentes similarités de la manière suivante. Une technologie construite et testée par des enfants avec des simulations sous forme de jeux, présente des similarités superficielles avec le marché des jeux pour enfants (*matching* enfant-enfant ; jeux-jeux). Parallèlement, une technologie développée par des ingénieurs de la NASA avec des tests faits par des vrais pilotes de l'espace, présente une faible similarité superficielle avec un marché composé d'enfants et de leurs parents (pilote de la NASA différent des enfants par exemple). Gavetti et Rivkin (2005) donnent l'exemple d'une similarité superficielle lorsqu'ils comparent l'industrie de production automobile à celle des ordinateurs. Pour ces auteurs, elles sont similaires en surface parce que les deux productions utilisent un grand nombre de composantes standardisées. Les similarités superficielles se basent donc bien sur des éléments descriptifs observés directement par le décideur. Elles servent le plus souvent à l'activation des souvenirs pour orienter le processus de création de sens (Keane, Ledgeway et Duff, 1994).

Les deux autres formes discursives dans l'interprétation des situations sont les relations. Il est plus complexe de dissocier les relations de premier ordre de celle de second ordre. Faisant le parallèle avec la formulation mathématique, Gentner (1983) définit la relation de premier ordre comme une proposition avec deux arguments ($f(x;y)$). Il définit la relation d'ordre élevé comme une proposition avec plus de deux arguments, c'est-à-dire qu'elle relie au moins deux relations de premier ordre ($R(f_1(x;y) ; f_2(a;b))$). Au-delà de ces représentations mathématiques, la relation de premier ordre est plutôt de nature descriptive alors que les relations d'ordre élevé représentent des causalités entre des arguments. Sur la base de relations (quelque soit son ordre), la similarité entre deux situations est dite structurelle. Grégoire, Barr et Shepherd (2010) les conçoivent comme des réponses aux questions du « comment » et du « pourquoi ». Par exemple, comment une technologie

fonctionne ou quelles sont les motivations des acteurs sur le marché. Si nous reprenons l'exemple des industries de production de voitures et d'ordinateurs de Gavetti et Rivkin (2005), elles sont structurellement différentes parce que dans la seconde, les prix des composantes chutent plus rapidement que dans la première. On a donc l'idée d'une similarité structurelle basée sur le fonctionnement de deux industries. Une relation d'ordre élevé est présente lorsque le BA fait un raisonnement pour inférer un état futur non visible actuellement dans la situation décrite (conséquences positives ou négatives par exemples). Elles expriment des causalités reliant les différentes parties d'une situation (Grégoire et al, 2010).

La complexité à dissocier les deux types de relations poussent Grégoire et Shepherd (2012) à désigner cet ensemble de formes discursives comme « les relations structurelles » qui s'opposent aux attributs superficiels. Analysant toujours l'identification des opportunités d'affaires par des entrepreneurs, ces auteurs décrivent les similarités structurelles comme la correspondance entre les fonctionnalités (*capabilities*) d'une nouvelle technologie et les besoins latents exprimés sur un marché donné. Par exemple, une technologie décrite comme aidant les astronautes à se concentrer pendant une longue période durant leur voyage spatial est perçue comme susceptible d'aider les jeunes qui sont atteints de troubles cognitifs liés à un déficit d'attention chez les jeunes (Grégoire et Shepherd, 2012). Parallèlement la même technologie décrite comme remédiant au stress et à l'anxiété des astronautes est considéré comme ayant une faible similarité structurelle avec des jeunes souffrant d'un déficit d'attention. Ceci s'explique simplement par le fait que déficit d'attention et anxiété sont fondamentalement différents dans leur manifestation.

Gentner et Kurtz (2006) ne font pas de distinction entre les deux types de relation. Ils opérationnalisent la similarité structurelle à travers des phrases dans une expérimentation avec des étudiants. Les phrases structurellement similaires sont celles qui expriment la même idée alors qu'elles n'ont pas les mêmes arguments (verbes, sujet ou compléments). Selon Gentner et Gunn (2001), les attributs regroupent les objets descriptifs d'une situation alors que les relations structurelles expriment les interactions entre au moins deux objets ou deux relations, l'intérêt portant sur le produit de l'interaction. Contrairement aux théorisations ci-dessus et comme Grégoire, Barr et Shepherd (2010), nous pensons qu'il est plus intéressant de bien distinguer entre les deux types de relations parce qu'elles ne jouent pas le même rôle dans l'interprétation. Dans un contexte de décision d'investissement où la compétence peut être la capacité à anticiper ou à entrevoir le futur, ne pas faire cette distinction peut fausser l'analyse. Il n'existe pas de controverse sur le fait que les relations d'ordre élevé représentent des relations de relations, c'est-à-dire qu'elles mettent en conjonction deux faits. Elles

représentent des syntaxes de représentation de la connaissance et non leur contenu (Gentner, 1983). Elles visent la production de nouvelles significations non-apparentes initialement. Nous retenons cette définition dans notre analyse. Le contenu de cette connaissance peut être soit un attribut superficiel, soit une relation de premier ordre. Pour distinguer les différents arguments discursifs, nous retenons les travaux de Grégoire, Barr et Shepherd (2010). Leur opérationnalisation est plus proche de notre questionnement puisqu'elle a été faite dans le domaine de l'entrepreneuriat. Pour eux, les relations de premier ordre répondent aux questions de « comment » et des motivations alors que les causalités s'expriment à travers les relations d'ordre élevé. Nous résumons les différents éléments de codages des données d'observation dans le tableau 12 ci-dessous.

Tableau 12: Grille de codage avec les différentes formes discursives (inspiré de Grégoire et al, 2010 : p.420)

	Attributs superficiels	Relations de premier ordre	Relations d'ordre élevé
Technologie	Les objets de la technologie, ses différentes parties, ses inputs/outputs, les inventeurs etc.	Fonctionnement et finalités de la technologie : comment il fonctionne et avec quels intrants ? quels sont les effets de la technologie ? quel est son but ?	-Les implications ou avantages ou bénéfices potentiels de la technologie, les causes de ces avantages ; - Les problèmes liés à la mise en place de la technologie, les causes de ces problèmes ; -Les implications de l'interaction entre les différents états de la catégorie « Technologie » et les autres catégories mentales.
Marché	Les objets dans le contexte marché, les attributs de ces objets, les acteurs du marché, les produits et services utilisés sur le marché, etc.	Fonctionnement du marché et buts des acteurs sur ce marché : comment les acteurs sur le marché interagissent avec les produits existants ? quelles sont les raisons des comportements observés sur le marché ? quelles modalités de transaction sont utilisées sur le marché ?	-Les implications ou avantages sur le marché, des nouvelles activités ; -Les problèmes que peuvent rencontrer les acteurs sur le marché ; -Les obstacles ou limitations sur ce marché ; -Les causes des avantages, des problèmes et des obstacles potentiels sur le marché ; -Les interactions entre les différents états de la catégorie « Marché » et les autres thèmes, leurs implications.
Entrepreneur	Les membres de l'équipe porteuse du projet, leurs caractéristiques, leur origine et l'histoire de leur collaboration, expériences, le système de management etc.	Rôles et implications des membres de l'équipe, fonctionnement du collectif, buts des membres, etc.	-Les implications des différents états de la catégorie « Entrepreneur » ; -Les implications des interactions en « Entrepreneur » et les autres catégories mentales ; -Les dangers et bénéfices des actions de l'équipe.

Le corpus empirique a fait l'objet de plusieurs relectures afin de procéder à un codage pertinent. Chaque unité informationnelle (UI) qui va se définir comme le propos de chaque acteur toutes les fois qu'il s'exprime, va être analysée en fonction de la grille de codage ci-dessus. Dans un fichier Excel, nous avons caractérisé chaque unité de signification découpée en fonction des formes discursives (un aperçu du tableau Excel de codage est présenté dans le tableau 13 ci-dessous). Après identification des différentes formes discursives, nous avons sommé chaque colonne pour déterminer la proportion des différentes formes d'arguments discursifs. Les proportions entre D et T sont comparées pour savoir si le même style de raisonnement était en œuvre indépendamment de la nature du projet et des interlocuteurs impliqués.

Tableau 13: Exemple de codage des matériaux d'observation (Source auteur)

UI	Pages	Catégories ou prototypes/exemples				Arguments discursifs			Source	
		Technologie	Marché	Entrepreneur/Equipe	Autres	attributs superficiels/prototype/exemple	Relation de premier ordre	Relation d'ordre élevé	entrepreneur	BA
c'est très intéressant tous ce travail ...préfère adresser un nouveau cahier de charge à leur fournisseurs traditionnels	P15.12-17		besoin et dangers sur le marché					bonne identification des besoins du marché-->baisse des dangers sur le marché		x
Cependant, je voudrais savoir si vous avez intégré le fait de faciliter votre entrée sur le marché à travers des prix tests	P15.18-19		test de prix sur le marché					test des prix sur le marché-->acceptation par le client du produit		x
revenons sur l'évaluation qui sera faite de votre entreprise et des participations potentielles des BA. On sait tous que vos chiffres sont loin d'être réels. Ils vont évoluer en êtes vous conscient ? il faut réduire le besoin en capital initial.	P18.11-12			réalisme de l'entrepreneur	besoin en capital initial			non certitude des prévisions en amorçage-->réduire le besoin en capital en amorçage-->pour une évaluation plus raisonnable-->intérêt des financeurs		x
avez vous des prospectus qui sont très pressés d'utiliser le produit	P18.18		promesse de commande			existence d'une demande				x
c'est 6 mois et ca doit débiter octobre si tout va bien avec le financement. J'attend le top départ des différents acteurs	P18.23	temps de développement					développement technique		x	
puisque ca presse, pour ALPHA moins on aura de la demande de capital, plus on va pouvoir se décider rapidement. Il faut minimiser au plus la première levée de fond d'où la nécessité de lisser les dépenses	P19.1-2	planning de l'activité			besoin de capital initial; participation des BA			nécessité d'occuper rapidement le marché-->minimiser le besoin en capital initial-->accord des BA		x

3.2. Analyse des entretiens

L'analyse porte ici sur le sens créé par le BA. Il s'agit d'identifier le contenu et l'utilité des différents éléments utilisés par l'investisseur dans son raisonnement intuitif (Mintzberg, 1976). La démarche suit l'approche proposée par Gioia, Corley et Hamilton (2013), Gioia et Chittipeddi (1991) en sciences de gestion et qui existe aussi en psychologie sous la dénomination de l'*Interpretative Phenomenological Analysis* (IPA) (Cope 2011; Larkin, Watts et Clifton, 2006) (3.2.2). Nous présentons tout d'abord les apports de l'utilisation du logiciel Nvivo à l'analyse de contenu des entretiens (3.2.1).

3.2.1. Une analyse assistée par NVIVO ³⁶

Nous souhaitons préciser que le logiciel Nvivo a été utilisé dans le cadre de notre analyse inductive des entretiens pour non seulement faciliter la manipulation de la masse de données mais aussi apporter une certaine rigueur à l'analyse (Clark et al., 2010). Nous avons utilisé deux versions du logiciel 10 et 11 parce que notre institution d'appartenance a procédé au changement de sa licence durant nos travaux. Nvivo fait partie de la famille des logiciels d'analyse des données qualitatives CAQDAS (*Computer Assisted Qualitative Data Analysis Software*) (Garreau et Bandeira-De-Mello, 2008). Ces outils ne sont que des aides à l'interprétation que produit un chercheur. Ce dernier définit les règles sous-jacentes à sa manipulation des données. Nvivo est un outil d'aide au codage des matériaux qualitatifs (Fallery et Rodhain, 2007). Il prend en charge différents types de données : écrit, vidéo, image, site internet etc. Il peut servir dans toute logique de raisonnement (déductive, inductive, abductive ou reductive). Le codage doit être entendu, sous une démarche inductive, comme le découpage et la réorganisation des données brutes pour produire une interprétation pertinente d'un phénomène empirique (Paillé et Mucchielli, 2012). L'opération de découpage dans une démarche inductive représente souvent la première étape. Elle consiste à délimiter l'ensemble des données brutes en unités individuelles de signification. Ensuite, le chercheur va réorganiser ces unités afin d'écrire une histoire pourvue de sens d'une part pour les acteurs expérimentant le phénomène et d'autre part pour sa communauté scientifique.

Nvivo organise l'analyse des données qualitatives à travers trois principaux outils de base. D'abord, les caractéristiques d'une source. Sous le logiciel, une source est un type de

³⁶ <http://www.qsrinternational.com/nvivo-learning/nvivo-tutorials>

données que le chercheur souhaite manipuler. Par exemple prenons l'entretien avec Mr X retranscrit. Il a donc la possibilité d'organiser l'ensemble de ces matériaux en caractérisant chacun d'eux grâce à des attributs. Cette organisation est non seulement nécessaire pour une analyse de qualité mais aussi permet une analyse plus fine des unités d'analyse en fonction des différents attributs des sources. Nous avons utilisé ce premier outil pour organiser nos données et aussi faire des vérifications post-analyses. Le nœud est un second outil de codification sous Nvivo. Une source est un ensemble de nœuds subjectivement délimité par le chercheur. On parle de codage dans un nœud lorsqu'une partie du texte source est rattachée à un nœud créé par le chercheur. Les nœuds dans une analyse peuvent être prédéfinis. Dans ce cas, le codage consiste à découper la source pour affecter chacune de ses composantes à un nœud donné. Les nœuds peuvent aussi émerger de façon inductive dans une analyse. Le chercheur va les créer au fur et à mesure que l'analyse progresse. Dans tous les cas, un nœud en définitive va regrouper des propos qui ont la même signification pour le chercheur et les participants à la recherche. Ils sont donc essentiels à l'analyse interprétative que nous souhaitons faire. Nos nœuds ont été créés et améliorés tout au long du processus d'analyse. Les nœuds viennent automatiser les annotations qui sont des techniques clés de l'analyse qualitative (Paillé et Mucchielli, 2012). Le troisième outil de base est la relation entre les nœuds. C'est l'outil essentiel de réorganisation des matériaux lorsque la visée de l'analyse est de produire de nouvelles interprétations plus pertinentes d'un phénomène. Il consiste pour le chercheur à créer des liens entre les nœuds, en l'ancrant bien sûr dans les propos des participants à sa recherche. Nous avons énormément utilisé cet outil de deux manières : d'abord pour formaliser les liens directs entre les propos (nœuds) des BA, ensuite pour matérialiser les liens indirects qui nous permettent de décrire un modèle global de la perception par les investisseurs. Pour aller plus loin dans l'interprétation et dans la restitution théorique, nous avons aussi utilisé les outils « Diagramme d'exploration » et « Requête » pour identifier et visualiser les relations. « Diagramme d'exploration » permet d'aller dans le détail de chaque nœud. Il permet de présenter un diagramme avec l'ensemble des liens d'un nœud. « Requête » permet d'explorer le contenu des différents corpus en étudiant l'importance de chaque mot et sa fréquence d'apparition. Notre lecteur peut donc constater que la subjectivité du chercheur joue un rôle important dans le processus d'analyse. En facilitant ainsi ce processus, Nvivo apparaît comme un outil adapté à notre méthodologie qualitative interprétative. Nvivo nous a donc permis de mettre en œuvre de façon rigoureuse une démarche d'analyse inductive.

3.2.2. Analyse des entretiens

La démarche inductive veut « donner à voir » au lecteur d'une analyse qualitative, la manière dont la recherche passe des descriptions faites par les acteurs sur le terrain à l'interprétation du chercheur (Gioia et al., 2013; Scarbrough et al., 2013). La systématique qui la caractérise procure la rigueur qui fait souvent défaut aux études qualitatives. La démarche a pour visée d'aboutir à des propositions théoriques pertinentes. Dans le cas contraire, on se limiterait juste à une analyse descriptive. Selon Larkin, Watts et Clifton (2006), le problème le plus évident dans une telle méthode est la détermination du point où la description des acteurs laisse place à l'interprétation du chercheur. Il n'existe pas de méthodologie unique standard reconnue comme orientant la construction d'interprétation pertinente. La méthode offre donc une certaine flexibilité épistémologique au chercheur (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Le processus d'analyse inductive se structure respectivement en trois phases : l'analyse de premier ordre (3.2.2.1.), l'analyse de second ordre (3.2.2.2.) et l'émergence des catégories agrégées et du modèle général (3.2.2.3).

3.2.2.1. L'analyse de premier ordre

C'est la voie des participants à la recherche qui importe dans cette première étape de l'analyse. Cette première analyse décrit comment l'individu expérimente les choses en contexte. Le chercheur doit éviter au maximum de polluer les faits par son interprétation. L'analyse de premier ordre met en exergue les faits comme ils sont évoqués par les acteurs. Les catégories de premier ordre ou catégories brutes ne sont pas des variables objectives mais l'interprétation qu'en font les acteurs en situation. Le chercheur fouille dans les propos bruts en le découpant en petites unités qui ont de l'importance selon l'expérience des acteurs (Mantere, Schildt, et Sillince, 2012; Gioia, Corley, et Hamilton, 2013; Scarbrough et al., 2013).

Cette première phase de codage consistait à mettre en surbrillance des aspects qui sont importants pour les BA. Il s'agit d'une vraie micro-analyse automatisée grâce à Nvivo. Le codage ou la création de nœuds avec ce dernier vient remplacer la pratique traditionnelle de surlignage dans un corpus dans le cadre d'une analyse de contenu (Paillé et Mucchielli, 2012). Dans notre cas, collecte et analyse de données se sont chevauchées puisque chaque entretien retranscrit faisait directement l'objet d'analyse de premier ordre, c'est-à-dire la création de nouveaux nœuds sur Nvivo. L'entretien suivant est codé en prenant en compte les similarités

avec les nœuds existants. Les aspects nouveaux dans le discours des BA font l'objet de création de nouveaux nœuds alors que les autres sont assimilés à des nœuds existants en fonction des similitudes entre les propos (Nag et Gioia, 2012). Ainsi, la base de nœuds grandissait au fur à mesure que la collecte des données progressait. Beaucoup de similitudes ont été observées dans les propos puisque les mêmes idées étaient évoquées avec des termes propres à chaque acteur. Ce qui est totalement prévisible à cause de l'hétérogénéité de notre population de BA. Cette comparaison constante et progressive est facilitée par Nvivo et permet de réduire la masse d'informations ou de codes bruts en un nombre de variables facilement gérables. Elle permet aussi d'améliorer la cohérence et la pertinence des catégories qui émergent (Corbin et Strauss, 1990). Nous avons donc une comparaison inter-participant permanente pour regrouper les catégories de premier ordre. Larkin, Watts, et Clifton (2006) parlent de codage cumulatif et nous précisons qu'il porte sur les premières catégories dans notre étude. Nous n'avons pas fixé des seuils d'apparition pour considérer une catégorie de premier ordre comme importante ou pas. Les expériences des BA étant à chaque fois spécifiques, nous pensons que chaque récit peut contribuer à une perception globale du phénomène étudié. Dans cette analyse de premier ordre, le chercheur a un rôle de lecteur attentif. Le fait de retrouver des similitudes entre les idées ne doit pas le pousser à nommer lui-même les catégories distinctes. Utiliser le langage naturel des acteurs reste la meilleure approche à ce stade. La mise en quarantaine de ses envies interprétatives par le chercheur dissocie cette première phase de l'analyse du traditionnel codage ouvert décrit par Corbin et Strauss (1990).

3.2.2.2. L'analyse de second ordre

Cette phase d'analyse permet maintenant de former de nouvelles catégories dites cette fois-ci de second ordre. Elle consiste à regrouper les catégories de premier ordre pour constituer des dimensions un peu plus abstraites marquant le début d'un processus d'interprétation de la part du chercheur. Les dimensions ou catégories conceptuelles définies doivent être distinctes les unes des autres (caractérisation théorique) afin de bien représenter une partie du phénomène sous analyse (Nag et Gioia, 2012). La règle de liaison des catégories brutes est définie par le chercheur en fonction de la finalité de son étude. Nous avons donc comme base de travail l'ensemble des catégories brutes issues de la totalité des participants à l'étude. Pour faire les regroupements, nous procédons à une relecture minutieuse des entretiens afin d'établir des liens. Comme décrit dans la partie théorique de cette thèse, c'est la structuration subjective du raisonnement à travers le discours de l'investisseur qui nous

intéresse prioritairement. Ainsi, la règle de regroupement est la cooccurrence des catégories brutes dans ses propos durant l'instruction. Chaque paragraphe et chaque groupe de phrases énoncées par le BA forment une cooccurrence de catégories brutes qui lui permet de véhiculer un sens. Nous choisissons ainsi de passer par la structure pour ensuite déduire le sens créé. Nvivo a facilité ce regroupement des catégories brutes en permettant l'encodage des portions d'entretiens qui les sous tendent. Nous avons ainsi défini au total dix-huit dimensions de second ordre. Les codes ou noms affectés à ces relations sont progressivement améliorés au fur-et-à-mesure de la relecture de l'ensemble du *corpus*. Ce qui stipule qu'un processus de comparaison constante est encore en cours dans cette seconde phase de l'analyse. En qualité de chercheur, nous commençons à décrire ce qui se passe réellement dans la cognition des BA selon nos termes (Clark et al., 2010; Van Maanen, 1979). C'est ce que Larkin, Watts et Clifton (2006) appellent codage intégratif. A cette étape de l'analyse, le chercheur peut se référer à la littérature pour affiner ces concepts émergents parce que son rôle ne consiste pas à renommer des concepts existants mais d'en proposer des nouveaux qui sont ancrés dans le terrain (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Ils peuvent parfois exister mais la nouvelle théorie va les manipuler différemment. L'analyste commence par entrevoir la contribution théorique de son travail (Mantere, Schildt et Sillince, 2012).

3.2.2.3. Les catégories agrégées et le modèle théorique

La troisième phase du processus conduit à grouper, au sein de grandes dimensions agrégées, les dix-huit dimensions de second ordre de la phase précédente (Clark et al., 2010; Gioia et Chittipeddi, 1991). Le principe sous-jacent à ce regroupement est l'utilité des différents paramètres dans la perception globale des opportunités d'investissement. Axer notre construction théorique sur l'utilité nous permet de ressortir le « comment » et le « pourquoi » du comportement des BA. Cette consolidation s'inspire beaucoup des liens que Nvivo nous permet de créer. Nous avons choisi les liens de type « participe à » parmi l'ensemble prédéfini par le logiciel, c'est-à-dire qu'un nœud A est lié à B parce que le premier participe à une approximation du second. Nvivo, à cette phase, permet aussi de détecter plus facilement les liens indirects entre les différents nœuds initialement créés. Un lien indirect survient à travers des liens directs que nous avons personnellement codés. A travers son outil d'exploration de diagrammes, Nvivo permet de représenter un nœud au milieu de toutes ses relations (directes et indirectes). Il offre la possibilité de changer le nœud focal. Ainsi, il permet progressivement de voir des interactions très intéressantes entre les différentes catégories de second ordre qui elles-mêmes sont de regroupement de nœuds. Nous avons ainsi

pu voir la vraie utilité des différents indicateurs mobilisés en situation par le BA dans l'ensemble de son raisonnement (Mintzberg, 1976). Cette étape de l'analyse invite encore une fois à une relecture attentive des transcriptions des entretiens. L'analyse produit ici les concepts les plus abstraits définissant le processus de création de sens par les BA dans le contexte incertain de la firme entrepreneuriale. Les codes ne sont pas forcément nouveaux par leur dénomination mais ce sont leurs caractérisations qui les rendent uniques dans la littérature sur la décision d'investissement. Paillé et Mucchielli (2012) et Cornelissen (2005) suggèrent de parler de métaphores conceptuelles pour définir ces concepts abstraits permettant d'exprimer l'interprétation du chercheur.

Cette dernière phase de la recherche se termine par la description d'un modèle théorique regroupant l'ensemble des catégories développées afin de décrire de manière dynamique comment le BA perçoit le potentiel dans les projets innovants en amorçage. L'effort de théorisation consiste à avoir une vision holistique du phénomène en gardant en mémoire les contenus des propos des participants à la recherche. Il faut arriver à faire le lien entre ce qui est en cours de lecture et ce qui a été dit auparavant. Le chercheur doit alors réorganiser son matériau qualitatif en fonction de son schéma interprétatif. C'est ainsi qu'il crée du sens dans le sens créé par les participants à la réalité observée (Paillé et Mucchielli, 2012). Ici, c'est l'intelligence interprétative du chercheur qui prime. Le modèle général produit est donc une représentation des différentes catégories et leur rôle au sein du raisonnement intuitif d'identification des opportunités d'investissement. Il faut rappeler que le modèle final ne représente que notre définition du phénomène étudié. D'autres interprétations peuvent exister (Mantere, Schildt et Sillince, 2012). Ainsi, nous essayons d'apporter des preuves de la pertinence de notre interprétation aux acteurs terrains. Les grandes parties de ce modèle ont été présentées à des acteurs du terrain qui nous ont donné leurs commentaires et pistes d'amélioration.

Nous présentons aussi une structure de données à chaque étape qui montre comment les propos des interviewés sont progressivement transformés en concepts théoriques constitutifs d'une théorisation émergente. Elle montre le dynamisme de l'analyse en lui conférant parallèlement une certaine rigueur.

Section 4 : Les limites de notre design de recherche

La démarche interprétative qualitative combinant les données d'observation et d'entretiens phénoménologiques est l'approche la plus adaptée à notre quête de connaissance dans cette thèse. Elle n'est cependant pas exempte de reproches. La première est elle-même

inhérente à notre positionnement épistémologique. Cette thèse adopte le principe de la double herméneutique, c'est-à-dire que ses résultats sont le fruit de l'interprétation d'une interprétation (Paillé et Mucchielli, 2012; Sandberg 2005). La capacité de jugement du chercheur est importante dans la connaissance de la réalité étudiée (Nag et Gioia, 2012). Des précautions ont été prises pour réduire l'influence de nos propres représentations sur la connaissance créée (mise à l'écart de nos appréhensions théoriques dans la conduite des entretiens, validation des analyses par des acteurs terrain, couplage observation en situation réelle et entretiens phénoménologiques, variabilité dans la population d'acteurs interviewés, démarche d'analyse itérative etc.). La finalité n'est pas de réduire totalement la place de nos représentations personnelles. En effet, nos analyses se justifient par le fait que ce sont nos représentations personnelles du monde qui nous motivent à aller voir autrement le phénomène de l'investissement qui a été longtemps analysé de manière classique avec des démarches positivistes. Nous sommes donc conscients du rôle important de notre propre jugement.

L'observation comme méthode de recherche est aussi sujette à des limites. Alors que la recherche qualitative veut comprendre le sens que les acteurs en situation donnent aux faits, l'observation force le chercheur à se focaliser sur certains aspects de cette réalité. Ces choix délibérés s'expliquent par la capacité limitée du chercheur unique que nous sommes. Nous sommes incapables de pouvoir prendre en compte tous les aspects présents sur le terrain. Nous avons pris des notes de tout ce qui a été dit par les acteurs. Ce choix nous prive des autres facettes du comportement en situation. En étudiant les propos, nous n'avons pas pu intégrer la gestuelle qui est une autre façon de réfléchir, d'exprimer et de partager les idées (Cornelissen et Clarke, 2010). La richesse de la méthode de l'observation se base sur la possibilité qu'elle offre de « voir et d'entendre » (Journé, 2012). Dans le cadre de notre recherche, nous avons plus entendu que vu. Cette préférence s'explique par le contexte spécifique du phénomène étudié. L'évaluation des projets n'implique pas des actions significatives mais beaucoup de discours dans le raisonnement. Notre analyse n'a pas porté sur l'enchaînement des échanges de propos entre les parties, qui peut aussi permettre de révéler d'autres aspects de la réflexion des acteurs. Nous nous sommes contentés du discours et de sa structuration à l'échelle de l'individu. Cela ne veut pas dire que nous avons considéré l'investisseur comme indépendant dans son environnement. Sa réaction discursive est bien évidemment fonction de ce que lui dit un porteur de projet mais seulement notre analyse n'a pas étudié principalement l'influence de ces interactions. L'observation sur le terrain ne peut être dissociée de biais sur la personne du chercheur : biais cognitifs (biais de reconstitution, biais d'attention sélective, biais de confirmation) , affectifs (biais d'empathie et de charisme)

et comportementaux (Journé, 2012: p.170-171). Nous aurions pu imaginer un *design* basé sur des protocoles verbaux dans un cadre expérimental (Hall et Hofer, 1993). Ceci nous aurait permis de limiter les biais mais nous aurions, en contrepartie, perdu le caractère réel du comportement d'investissement. De plus, la mise en place d'un tel *design* aurait été complexe avec la spécificité de notre population d'étude. Le choix des cas d'observation et leur nombre représentent une autre limite dans notre démarche. Rispal (2002) propose de tenir compte de la nature diachronique ou synchronique de l'objet de la recherche. Notre objectif étant de voir de façon diachronique la structuration du raisonnement durant le processus d'instruction ou d'évaluation des projets, nous avons opté pour l'observation du processus dans un même club (cas unique). La variabilité entre les deux projets observés nous permet des extrapolations mais nous sommes conscients que le seul contexte du réseau ALPHA limite la portée de cette analyse. C'est pour cela que nous avons souhaité élargir la base de nos entretiens à d'autres BA du territoire français.

L'entretien phénoménologique est la seconde méthode de collecte utilisée. Sa première limite est liée au mode de recrutement des acteurs. Notre population n'est pas représentative de l'ensemble des BA français. Nous avons procédé par la technique du *snowball* (Corley et Gioia 2004). Elle nous a paru la plus adaptée dans la mesure où d'une part la population des BA est sensible (Sachet-Milliat, 2010) et d'autre part nous avons souhaité rencontrer principalement des personnes susceptibles de nous informer sur notre problématique. Ainsi, les novices et les BA ayant une activité professionnelle à temps plein sont sous représentés dans notre échantillon. Nous n'avons peut-être rencontré que ces BA qui ont une vision très positive (ou négative) et idéalisée de leur action et de leur comportement. Van Maanen (1979) met en garde contre la dissociation entre la vraie routine et les faits présentés qui détermine la confiance à accorder aux données collectées par entretiens. Nous en sommes pleinement conscient. Pour réduire ce biais, nous avons beaucoup insisté sur les exemples concrets que nos interviewés ont connus. C'est aussi dans ce sens que nous avons préféré la technique *snowball* pour l'échantillonnage parce qu'elle permet de créer plus facilement de la confiance directement ou indirectement entre les acteurs. La confiance entre intervieweur et interviewé est un moyen d'améliorer la qualité des données collectées par entretiens (Cunliffe et Alcadipani, 2016). L'immersion a été longue mais utile afin de pouvoir mieux pénétrer les expériences d'investissement. Il est aussi possible que l'utilisation des entretiens téléphoniques ait pu biaiser les compréhensions partagées. Mais le format très peu structuré de nos entretiens et la liberté donnée aux BA représentent des avantages de notre démarche de collecte des données.

L'approche d'analyse interprétative des données n'est pas dépourvue de biais. Nous avons adopté la démarche inductive de Gioia, Corley et Hamilton (2013) pour améliorer la systématique de l'interprétation et la rigueur de l'analyse. Le logiciel Nvivo a été utilisé dans une logique de minimisation de biais d'interprétation. Encore une fois, nos schémas d'interprétations personnelles restent prépondérants et nous ne réfutons pas ce fait. L'articulation interne de notre recherche nous permet, nous l'espérons, de limiter substantiellement les différentes limites ci-dessus évoquées. Comme dans toute recherche, notre démarche méthodologique a des limites et nous espérons que le lecteur saura apprécier nos résultats dans le contexte épistémologique qui nous guide et qui fonde la validité de nos résultats. Nous restons néanmoins persuadé, nonobstant les contraintes spécifiques à la population de BA, que le *design* mobilisé est le plus adapté à notre problématique de recherche.

Section 5 : Conclusion sur le chapitre 4

L'analyse produite dans le cadre de cette thèse se veut être une interprétation des expériences des BA en situation d'instruction des firmes entrepreneuriales. La double herméneutique est donc au cœur de notre démarche de recherche. Nous croyons que c'est en allant cerner leur pratique (routines) qu'il sera possible d'aller plus loin dans la construction d'une véritable théorie de l'investissement individuel en amorçage. A travers un *design* qualitatif, nous combinons l'observation non participante à des entretiens avec des sujets dotés de connaissances pertinentes sur notre questionnement. Nous suivons une démarche d'analyse inductive développée par Gioia dans les sciences de gestion. Cette approche d'analyse permet de systématiser la transformation des informations de terrain en concepts théoriques décrivant le phénomène étudié.

Dans ce chapitre, les points 3 et 4 de notre schéma de validité de cohérence interne de l'étude sont abordés (Tableau 9). Nous montrons en détail les spécificités du terrain, les précautions prises pour collecter la « vraie information » susceptible d'améliorer la connaissance et le cheminement du raisonnement allant des catégories brutes au modèle théorique. L'objectif est bien de rendre transparente la démarche et de donner à voir au lecteur. Dans les chapitres suivants, nous présentons et analysons les résultats obtenus.

CHAPITRE 5 : LE MECANISME COGNITIF ET LE SENS CREE PAR LES BUSINESS ANGELS EN SITUATION

Nous présentons dans ce chapitre les résultats empiriques de notre recherche. Dans la première section, l'analyse a porté sur le produit discursif collecté pendant la phase d'observation. Elle permet de répondre à notre première question de recherche. Nous avons qualifié la nature du processus de raisonnement situé et non consciente³⁷ des BA. Nous vérifions qu'il s'agit d'un mécanisme cognitif propre au BA en comparant ses propos avec ceux des porteurs de projet engagé dans les mêmes interactions. Nous avons ensuite analysé les entretiens faits avec les BA des différents réseaux. L'analyse permet de répondre aux trois autres sous questions de notre problématique. Les entretiens étant de nature phénoménologique, les propos des BA nous ont permis de définir dans leurs propres termes, l'objet de leur investissement et leur comportement d'investissement. Ensuite, l'analyse nous permet non seulement de qualifier les vraies dimensions qui sont présentes dans l'évaluation des projets mais aussi de voir comment le BA arrive à extraire des indicateurs pertinents pour son jugement final. Nous décrivons ainsi progressivement l'utilité des différents indicateurs dans le raisonnement intuitif d'un investisseur. Il faut rappeler que le défi posé par l'incertitude est qu'il faut décider malgré l'absence et l'impossibilité d'avoir des informations pertinentes. Nous montrons donc comment le BA organise sa réflexion pour créer les éléments qu'il juge pertinents pour son investissement. C'est le mécanisme de raisonnement mis en évidence dans la première section qui permet de faire cette interprétation des propos des BA. Nous terminons par la présentation d'un modèle global de l'identification des opportunités d'investissement par les BA.

Section 1 : Le processus cognitif chez les Business Angels en situation d'instruction

La littérature sur la décision d'investissement en *early stage* a reconnu l'importance de l'intuition et du *Gut feeling* (Huang et Pearce, 2015; Maxwell et Lévesque, 2014). Cette prise en compte est superficielle dans l'état actuel de nos connaissances puisque l'intuition est seulement décrite comme un ressenti et non comme un véritable processus de décision. Notre argumentaire définit l'intuition comme un processus de décision efficiente sous des

³⁷ Il faut rappeler que la non conscience ne signifie pas l'inconscience, mais plutôt que le BA à travers son système cognitif ne sait pas a priori quel type d'information spécifique il faudra collecter et quel rôle aura cette information dans sa perception.

conditions de complexité et d'incertitude. Il devient crucial d'analyser le processus de raisonnement. Nous avons considéré dans le chapitre 3 deux processus cognitifs pouvant expliquer la décision intuitive : la reconnaissance des schémas et l'alignement structurel. Pour déterminer lequel de ces deux mécanismes oriente la décision de nos BA, il faut scruter les arguments discursifs présents dans son raisonnement. Cette section analyse empiriquement la structure du raisonnement du BA pour identifier les opportunités d'investissement en amorçage. Nous répondons ainsi à notre première question de recherche (QR1). L'analyse porte sur les notes d'observation des situations d'instruction de dossiers. Le discours étant un mode d'extériorisation de la réflexion humaine, son analyse permet de cerner comment les individus structurent de façon non-consciente leur raisonnement.

La démarche d'analyse des notes d'observation est rappelée dans un premier point (1.1). Ensuite, l'analyse permettant de comparer les proportions de chaque forme discursive par projet est décrite (1.2). Enfin, les proportions respectives des formes discursives permettent de caractériser la stratégie cognitive (différents arguments discursifs, les proportions et leurs manifestations) qui est sous-jacente à l'intuition ou le *Gut feel* du BA. Le processus mis en évidence nous permettra de mieux comprendre la construction du sens dans la section 2 de ce chapitre.

1.1. Rappel de la démarche d'analyse

Pour caractériser le raisonnement en situation réelle, nous avons collecté le produit discursif des acteurs pendant l'instruction des dossiers. Ces notes ont été analysées sur la base d'une grille construite à partir de la littérature sur le processus de raisonnement intuitif (Tableau 12 Chapitre 4). Selon cette littérature, trois formes discursives existent dans le raisonnement de l'individu en situation d'incertitude : les attributs superficiels, les relations de premier ordre et les relations d'ordre élevé. Les premiers représentent les éléments du contexte directement observables. Les seconds représentent le mouvement ou les fonctionnalités des attributs superficiels. Les dernières sont des aspects non observables directement et qui sont des inférences propres au décideur. Pour décider en incertitude, l'individu procède par rapprochement ou comparaison entre le cas sous observation et les cas connus par expérience. Si ce rapprochement dépend substantiellement des aspects observables de la situation, le décideur raisonne par reconnaissance des schémas. Si ce sont les inférences subjectives qui dominent la prise de décision, alors le raisonnement découle du processus de l'alignement structurel. Il nous revient donc d'apprécier l'importance des différentes formes discursives.

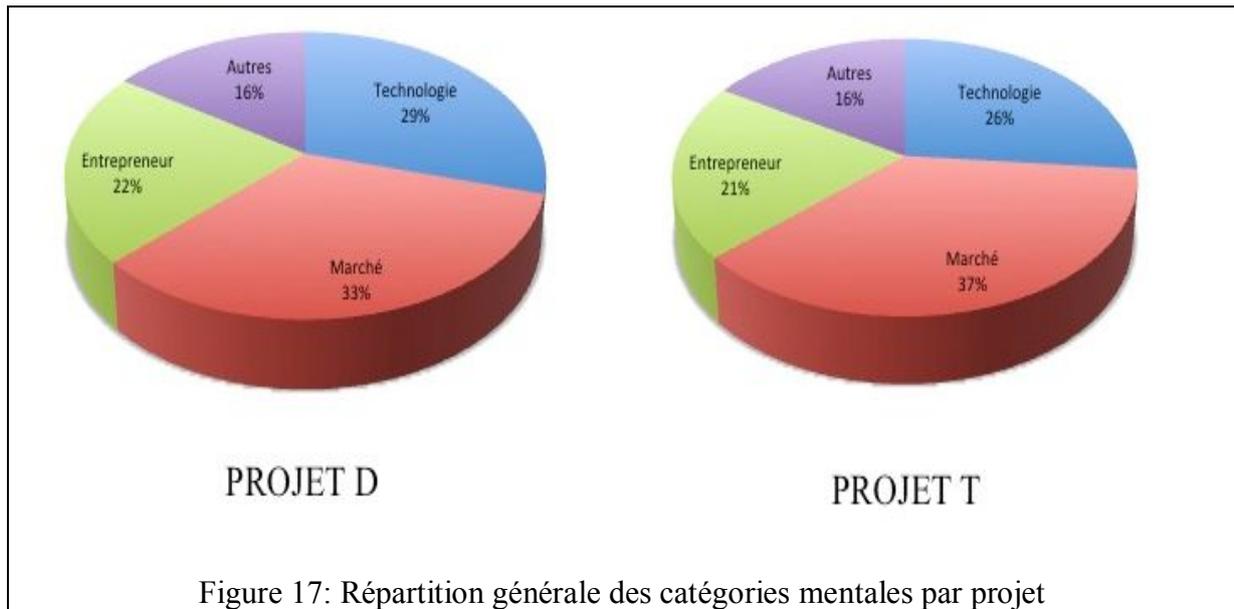
Nous avons considéré que les propos des BA et des porteurs de projets peuvent se regrouper en quatre grandes catégories que nous avons appelées les catégories mentales. Ce sont des catégories abstraites qui sont : « Entrepreneur » pour tout ce qui est relatif à l'équipe ; « Marché » pour désigner l'ensemble des énonciations relatives à la demande ; « Technologie » pour regrouper tout les propos sur l'offre ; « Autres » regroupe les autres propos ne se rattachant pas sans équivoque aux trois autres catégories mentales. Les différentes formes discursives sont définies en fonction des catégories mentales. Chaque prise de parole des acteurs est considérée comme l'unité informationnelle (UI) dans notre analyse. Chacune d'elle est codée en fonction des différentes formes discursives. L'analyse a été développée dans un fichier Excel afin de permettre les calculs de proportions. Nous présentons ci-dessous l'analyse pour les deux types de projets suivis. Nous les présentons simultanément afin de favoriser les comparaisons entre les deux projets.

1.2. La structure du raisonnement en situation réelle des Business Angels

Nous présentons d'abord la répartition des catégories mentales (1.2.1). La nature des catégories mentales nous permet de valider la pertinence de l'instrument de collecte de la phase d'observation en attestant que les informations collectées relèvent bien de la sélection des idées par les BA. La nature du processus cognitif d'interprétation de l'opportunité d'investissement est ensuite présentée (1.2.2).

1.2.1. Les catégories mentales de l'instruction

Nous avons distingué un total de 105 unités informationnelles (UI) pour le projet D et 83 UI pour le projet T. La répartition des propos selon les différentes catégories mentales est présentée dans la figure 17 ci-dessous. Nous la considérons comme une description de l'ensemble des matériaux bruts. On observe une proportion plus importante de la catégorie mentale « Marché » », avec 33% et 37% pour les projets D et T respectivement. Les catégories « Technologie » et « Entrepreneur » arrivent respectivement deuxième et troisième dans les deux projets et représentent près de la moitié des représentations mentales (51% pour D et 47% pour T). Globalement la répartition des différentes catégories mentales semble conservée quel que soit le projet considéré (figure 17).



1.2.1.1. La catégorie mentale « Technologie »

« Technologie » regroupe les propos relatifs à l'offre de la firme entrepreneuriale. Il s'agit d'éléments sur la conception de la technologie et ses composantes, sur la nature et les caractéristiques de l'offre (caractéristique des livrables), des commentaires en lien avec les partenaires en amont de l'idée (l'état de leur activité, leur qualification, leur organisation, leur disponibilité et leur adhésion à l'idée et le risque d'opportunisme induit par la collaboration avec eux), du coût des intrants, des commentaires relatifs à la protection intellectuelle. On peut citer aussi la durée et la planification du développement du produit. Les questions de protection de l'avantage compétitif peuvent se poser en termes formels avec l'existence ou non de brevets ou de façon informelle avec une rapide occupation du marché pour profiter d'une avance. Ces éléments permettent de connaître le degré de différenciation de l'idée. Le tableau 14 énumère quelques paramètres de la composante « Technologie » selon les deux projets.

Tableau 14: Catégorie mentale « Technologie »

Projet T	Projet D
-Caractéristique du produit/composante	-Conception et composantes
-Coût composante/coût technologie	-Niveau d'activité des partenaires en amont
-Durée du développement	-Qualification des partenaires en amont
-Phasage de développement	-Organisation des partenaires en amont
-Planning de l'activité	-Risque d'opportunisme des partenaires en amont
-Protection de l'idée	-Adhésion des partenaires en amont
	-Coûts des intrants
	-Nature et caractéristique de l'offre
	-Protection intellectuelle

1.2.1.2. La catégorie mentale « Marché »

Le « Marché » regroupe l'ensemble de variables relatives aux clients de la firme. Il comprend des commentaires sur la nature des clients (consommateurs finaux ou entreprise), l'organisation de ces derniers sur le marché, leurs poids économiques, le type de relation envisagée entre la firme et son marché, la situation financière des clients, les informations relatives à la taille du marché et son évolution, les techniques d'accès au marché, la concurrence et sa réactivité. Les propos expriment aussi les besoins et attentes du marché qui sont issus de l'étude de l'industrie faite au préalable par le porteur et qui justifie son offre (facilité d'appropriation, rapidité, gain de temps), les dangers sur le marché, les enjeux économiques qui représentent le coût d'opportunité etc. Dans le tableau 15 ci-dessous, nous avons le détail de cette catégorie « Marché ».

Tableau 15: Catégorie mentale « Marché »

Projet T	Projet D
<ul style="list-style-type: none"> - Besoins et attentes du marché - Dangers sur le marché - Coût d'opportunité de l'idée - Taille du marché (promesses, estimation) - Occupation rapide du marché - Opportunisme des prospects - Réaction des concurrents - Evolution sur le marché et solidité des contrats clients - Sources d'information sur le marché - Stratégie d'entrée sur le marché 	<ul style="list-style-type: none"> - Alliance actuelle avec les partenaires en aval - Besoins et attentes du marché - Taille marché visée et notoriété des clients - Caractéristique contrat client - Situation financière des clients - Test du marché - Evolution du marché - Compréhensibilité des DO - Organisation des clients sur le marché - Réaction de la concurrence - Accès au marché

1.2.1.3. La catégorie mentale « Entrepreneur »

Ici, les propos sont relatifs aux caractéristiques démographiques des porteurs, leurs diverses compétences (comptable, de réflexion, d'anticipation, d'estimation, de valorisation, de réflexion, de synthèse et de planification), le fonctionnement de l'équipe gestionnaire du projet, leur capacité à occuper le marché, la répartition du capital, le réalisme de l'équipe, l'origine de leur collaboration et les rémunérations de chaque membre, leur réseau, etc. Le porteur doit pouvoir faire des choix et s'y tenir dans le temps. Le bon entrepreneur est celui qui sait prendre du recul, se poser les bonnes questions et qui sait intégrer les remarques des autres. Une équipe pertinente est multidisciplinaire et dispose d'un réseau personnel comme source d'informations dans son environnement. L'entrepreneur doit savoir s'entourer des personnes ressources nécessaires et choisir les bons partenaires dans son environnement.

L'engagement financier des porteurs de projet est aussi présent dans les propos. Le tableau 16 reprend le détail par projet de cette catégorie mentale.

Tableau 16: Catégorie mentale « Entrepreneur »

Projet T	Projet D
<ul style="list-style-type: none"> - Capacité de planification - Réalisme, cohérence et clarté affichée - Réactivité de l'entrepreneur - Composition de l'équipe - Capacité à faire des choix et à s'y tenir - Capacité de réflexion - Capacité de synthèse - Capacité d'estimation du marché - Rémunération 	<ul style="list-style-type: none"> - Caractéristiques démographiques porteur - Compétence comptable - Compétence d'estimation - Compétence de valorisation - Compétence d'anticipation et de réflexion - Participation au capital - Rémunération - Fonctionnement de l'équipe - Réseau personnel de l'équipe

1.2.1.4. La catégorie mentale « Autres »

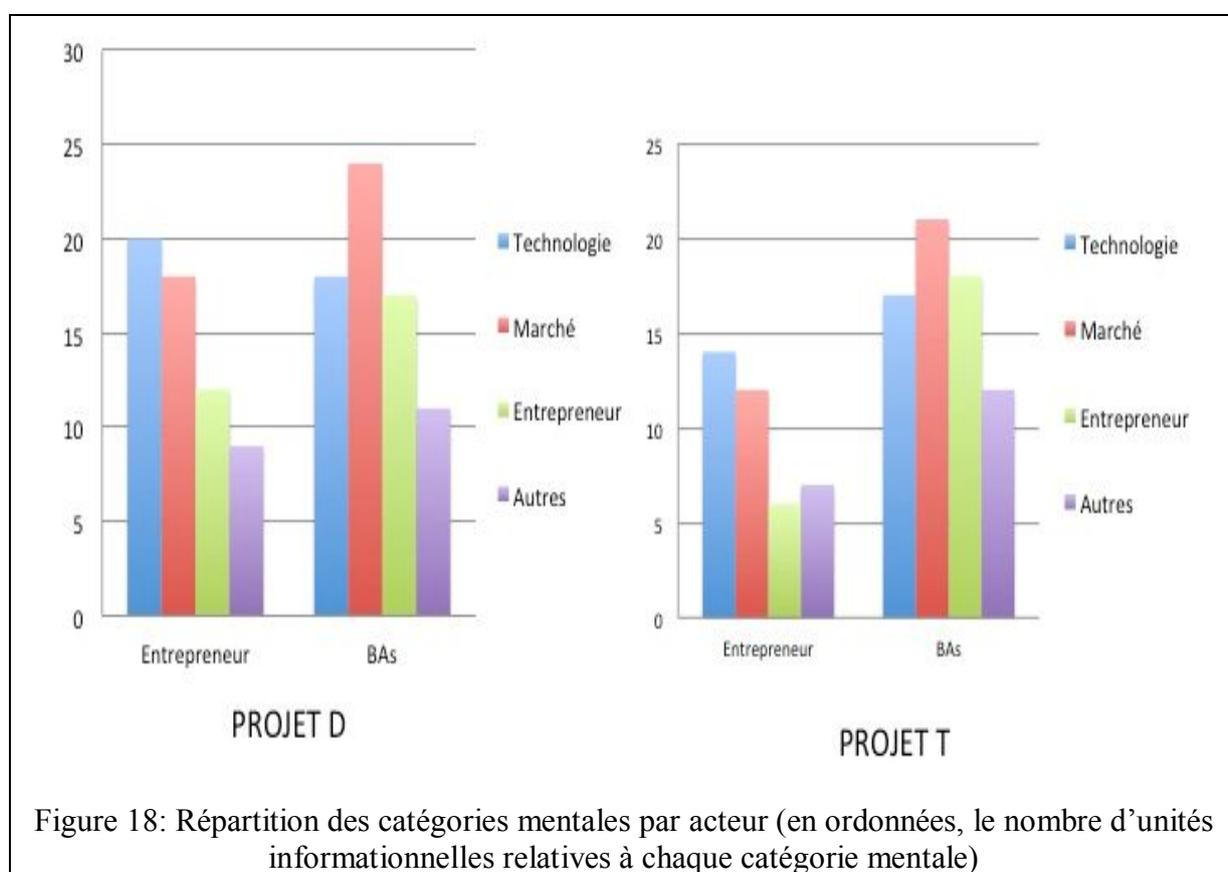
Les UI évoquent ici le financement (le montant demandé aux BA et la procédure de levée de ces fonds), la solidité financière du projet mesurée par le rapport emprunt sur capitaux propres, la capacité financière du projet, la technique de valorisation à retenir par les parties, le pacte d'actionnaires, le mode d'entrée des BA et la voie de sortie des investisseurs. D'autres variables sont la caution publique du projet (les acteurs extérieurs qui le soutiennent à savoir les banques, les pouvoirs publics et les partenaires commerciaux engagés), le rôle souhaité des BA dans le projet, les externalités induites par le projet sur son environnement et les impacts sociétaux du projet (en termes de création d'emplois à terme). Les questions financières forment une composante principale de cette catégorie qui est détaillée dans le tableau 17.

Tableau 17: Catégorie mentale « Autres »

Projet T	Projet D
<ul style="list-style-type: none"> -Attente par rapport au BA -Besoin en capital d'amorçage -Reconnaissance/Caution publique 	<ul style="list-style-type: none"> -Sortie investissement -Contrainte légale/environnement -Solidité financière du projet -Rôle souhaité des BA -Phasage du financement -Participation et mode d'entrée des BA -Besoin en capital -Impacts sociétaux

Ces différentes catégories forment les constituants de la représentation mentale extériorisée lors des discussions autour des projets entrepreneuriaux en amorçage. De façon globale, cette description montre que le phénomène sous observation est réellement

l'évaluation des firmes entrepreneuriales en amorçage. En effet, la littérature existante décrit les mêmes paramètres (sans être libellé de la même façon) comme critères de sélection des projets (Maxwell, Jeffrey et Lévesque, 2011; Sudek, 2006). Ceci démontre une certaine efficacité de notre protocole d'observation. La prise de note de l'ensemble des propos durant l'instruction, nous a ainsi permis de capturer le phénomène de la sélection des projets par les BA. L'instruction des dossiers observée au sein d'ALPHA n'est donc pas un phénomène isolé dans l'univers des décisions d'investissement des BA en amorçage. Les analyses qui suivent dissocient les deux acteurs (BA et porteurs) afin de comparer leur produit discursif durant le processus d'évaluation des projets en amorçage (figure 18).



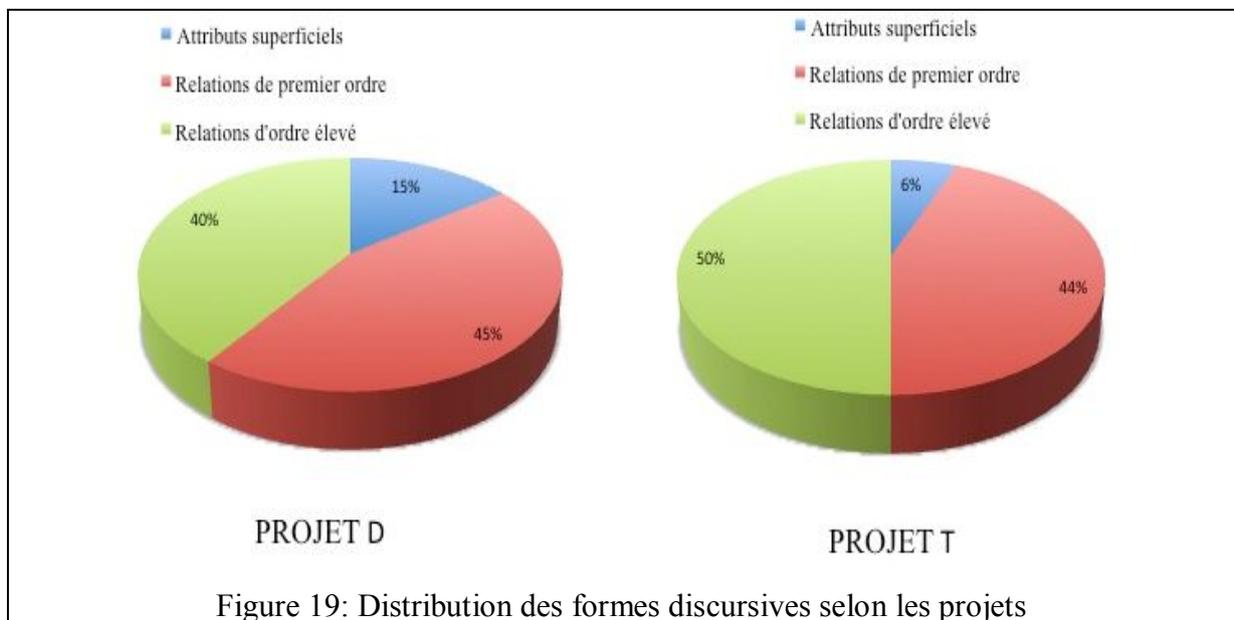
L'importance des différentes catégories mentales varie selon les acteurs. Pour les BAs, on remarque une orientation plus « Marché » des propos alors que la réflexion est plus orientée « Technologie » chez les porteurs (figure 18). Le « Marché » représente le tiers de l'effort discursif des BA (31% dans T et 34% dans D)³⁸ alors que le porteur consacre plus du

³⁸ L'axe des ordonnées représente le nombre d'UI rattaché à chaque type de catégorie mentale. Exemple catégorie marché pour BA: 21/68=31%

tiers de son effort à « Technologie » (36% dans T et 34% dans D). Cette divergence démontre des priorités différentes selon les acteurs qui ne sont pas anodines. Le BA priorise plus la perception du risque lié au marché alors que les porteurs de projet définissent substantiellement leur avantage par la technicité de leur idée.

1.2.2. La structure du processus cognitif des acteurs

La structure du raisonnement s'intéresse plus à « comment l'information autour des projets est utilisée par les acteurs ». Ceci représente notre interrogation principale dans cette section. L'analyse des protocoles enregistrés démontre différentes formes du raisonnement. La stratégie cognitive se compose d'une combinaison d'attributs superficiels et de relations structurelles. Sans distinction entre les acteurs, la répartition des arguments est représentée comme suit (figure 19) :



Les attributs superficiels représentent le plus faible effort discursif soit 15% des propos relatifs à D et 6% de la discussion autour de T. Selon la théorie de l'alignement structurel, ces attributs ont pour rôle de faciliter l'accès aux souvenirs des acteurs (sources de connaissances). Ce qui leur confère une utilité dans le raisonnement en situations incertaines. Ils déclenchent le processus de traitement non-conscient de l'information (Keane, Ledgeway et Duff 1994). Ils servent à initier le processus analogique de traitement de l'information (Gentner, Bowdle, Wolff et Boronat, 2001) mais ne définissent pas l'interprétation en situation. Ils peuvent être relatifs au contexte afin de montrer l'enjeu et l'importance de la décision à l'acteur. Quelques exemples d'énonciation d'attributs superficiels sont dans le

tableau 18 ci-dessous. Il faut remarquer que les porteurs l'utilisent pour fournir des informations précises alors que les BA en font usage pour formuler plutôt des interrogations précises.

Tableau 18: Exemples des attributs superficiels

Porteurs	BA
<p style="text-align: center;">Projet D</p> <p>Les créations d'emploi concernent d'autres acteurs à moyen et long terme dans l'évolution de l'activité.</p> <p>DOMUS c'est des partenariats avec des organismes publics (conseils généraux, villes agglomérations, bailleurs sociaux) ; les aides sociaux et les mutuelles et assurances. Actuellement, DOMUS à des commandes : 400 diagnostics pour l'agglomération de Vitry pour une valeur de 400000 euros.)</p>	<p style="text-align: center;">Projet D</p> <p>Droit d'entrée dans le bilan, c'est quoi ?</p> <p>Quel nombre de clients vous anticipez?</p>
<p style="text-align: center;">Projet T</p> <p>Oui oui des prospects sont bien embarqués. Ils font déjà de diverses promesses de commandes.</p> <p>Pour la subvention BPI de 35000, on attend l'accord de la région.</p>	<p style="text-align: center;">Projet T</p> <p>La géolocalisation, c'est un point important aussi non, vous l'avez évoqué ?</p> <p>Avez-vous des prospects qui sont très pressés d'utiliser le produit ?</p>

Les relations de premier ordre décrivent le fonctionnement et les finalités. Elles représentent une part non négligeable de l'effort discursif des parties prenantes : 45% des propos des acteurs dans le projet D et 44% dans le projet T. On retrouve encore des BA qui sont toujours dans le questionnement à travers les relations de premier ordre face à des porteurs de projets qui donnent des précisions sur leurs projets. C'est le fonctionnement des différents éléments qui est questionné. Quelques exemples sont reportés dans le tableau 19 ci-dessous.

Tableau 19: Exemples de relations de premier ordre

Porteur	BA
<p data-bbox="276 286 368 315">Projet D</p> <p data-bbox="188 315 782 465">Nous ne proposons que le diagnostic. Divers moyens existent pour s'assurer de la réalisation des modifications nécessaires. Tout est laissé à la discrétion du destinataire final des travaux qui choisira lui-même.</p> <p data-bbox="188 499 782 560">Il existe des listes d'acteurs professionnels qui sont reconnus et qui peuvent être consultés</p> <p data-bbox="296 622 384 651">Projet T</p> <p data-bbox="188 651 782 775">Oui mon fournisseur, il est fiable. Je ne l'ai pas choisi pour le plus faible coût. La preuve est que son offre était la plus chère de celles que j'ai reçues. Ils sont assez fiables et la sécurité y est.</p> <p data-bbox="188 808 782 1048">Pas précisément mais je sais que les pertes peuvent se chiffrer en milliards d'euros. Si nous prenons par exemple les gros livreurs pharmaceutiques pour qui la palette de produits se chiffre dans l'ordre de 8 centaines de mille, nous pouvons imaginer un peu s'il nous confirme aujourd'hui que les dégâts par mois à cause de la rupture de la chaîne de froid va de l'ordre de 2 palettes</p>	<p data-bbox="906 286 999 315">Projet D</p> <p data-bbox="805 315 1396 376">Vous envisagez à termes des alliances avec des artisans prestataires ?</p> <p data-bbox="805 499 1396 584">Avez-vous des partenaires avec qui vous travaillez dans la perspective de l'usage du diagnostic ?</p> <p data-bbox="906 622 999 651">Projet T</p> <p data-bbox="805 651 1396 745">Avez-vous une idée du pourcentage que représente les problèmes liés à la rupture de la chaîne de froid aujourd'hui ?</p> <p data-bbox="805 801 1289 862">J'ai appris que vous allez faire vous même la programmation ? un peu de détails</p>

Ce sont les relations d'ordre élevé qui révèlent la différence de stratégie cognitive entre BA et porteur de projet en amorçage et qui sont la preuve d'une démarche interprétative. Elles représentent 40% du produit discursif des acteurs autour du projet D et 50% autour du projet T. Quelques exemples d'expressions d'ordre élevé sont présentés dans le tableau 20.

Tableau 20: : Exemples des relations d'ordre élevé des acteurs

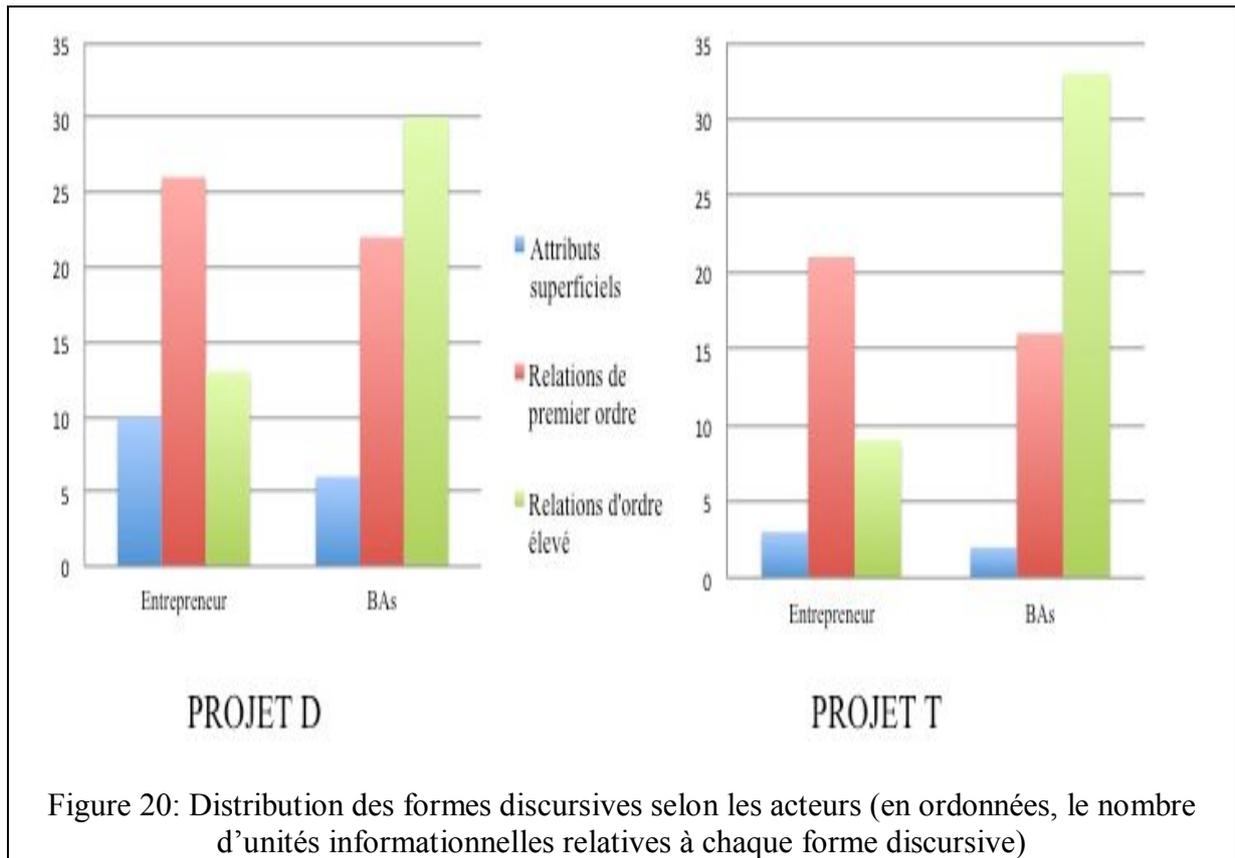
Porteur	BA
<p style="text-align: center;"><i>Projet D</i></p> <p>Pour les livrables, D propose des livrables clairs et lisibles par tous. La technologie de la réalité augmentée est l'innovation dans ce processus.</p> <p>Les prévisions sont réalistes selon nous. La concurrence pas réellement. Peut-être les ergothérapeutes mais ils ne sont pas organisés dans ce sens.</p>	<p style="text-align: center;">Projet D</p> <p>méfions nous de ces listes. est ce que vous préconisez des gens pour les prestations?</p> <p>Avec tous ces partenariats, vous ne risquez pas de vous faire piquer l'idée, surtout par les postiers qui sont assez sur leur soif avec la chute de leur activité traditionnelle ?)</p>
<p style="text-align: center;"><i>Projet T</i></p> <p>Précisément je ne sais pas ce qu'ils font les autres... Cela est loin de dire que je suis à l'abri d'une réaction forte de ces concurrents.</p> <p>Oui je reconnais je dois aller très vite. Pour l'instant, si les autres continuent par le système de la vente sur internet, je peux encore espérer profiter de leur latence</p>	<p style="text-align: center;">Projet T</p> <p>Si c'est cela on n'oublie d'abord cette option. L'idée d'autonomie nous pensons est un point intéressant pour le client</p> <p>C'est excellent ce gain de temps, mais pourquoi les autres fournisseurs n'ont pas pensé à adapter leurs produits ? avez-vous posé la question aux prospects ?</p>

Etant donné qu'elles représentent des interactions entre d'autres types d'arguments discursifs, nous détaillons plus précisément le raisonnement (en prenant le cas des BA rencontrés après les observations) à travers ces relations d'ordre élevé dans le tableau 21. En effet, on observe des BA qui font des liens entre différentes catégories mentales. Ils vont plus loin que les faits présentés par les porteurs de projets. La valeur d'un projet entrepreneurial n'est pas encore écrite tant que des entrepreneurs n'ont pas débuté l'expérimentation (Grégoire et Shepherd, 2012; Bertheau et Garel, 2015; Kerr, Nanda et Rhodes-Kropf, 2014). Cette dernière permet de dessiner la valeur du projet. L'approximation actuelle d'une valeur du projet est du ressort de l'inférence subjective. Dans le tableau 21, il peut être remarqué que le BA formule les points du projet qui sont les bases de sa création de valeur. Il évoque les craintes d'opportunisme dans les collaborations envisagées par les entrepreneurs, les problèmes susceptibles d'affecter le développement du marché, la faiblesse des points de précaution que les porteurs semblent avoir pris etc. Il donne ainsi à réfléchir aux entrepreneurs (tableau 20 et 21).

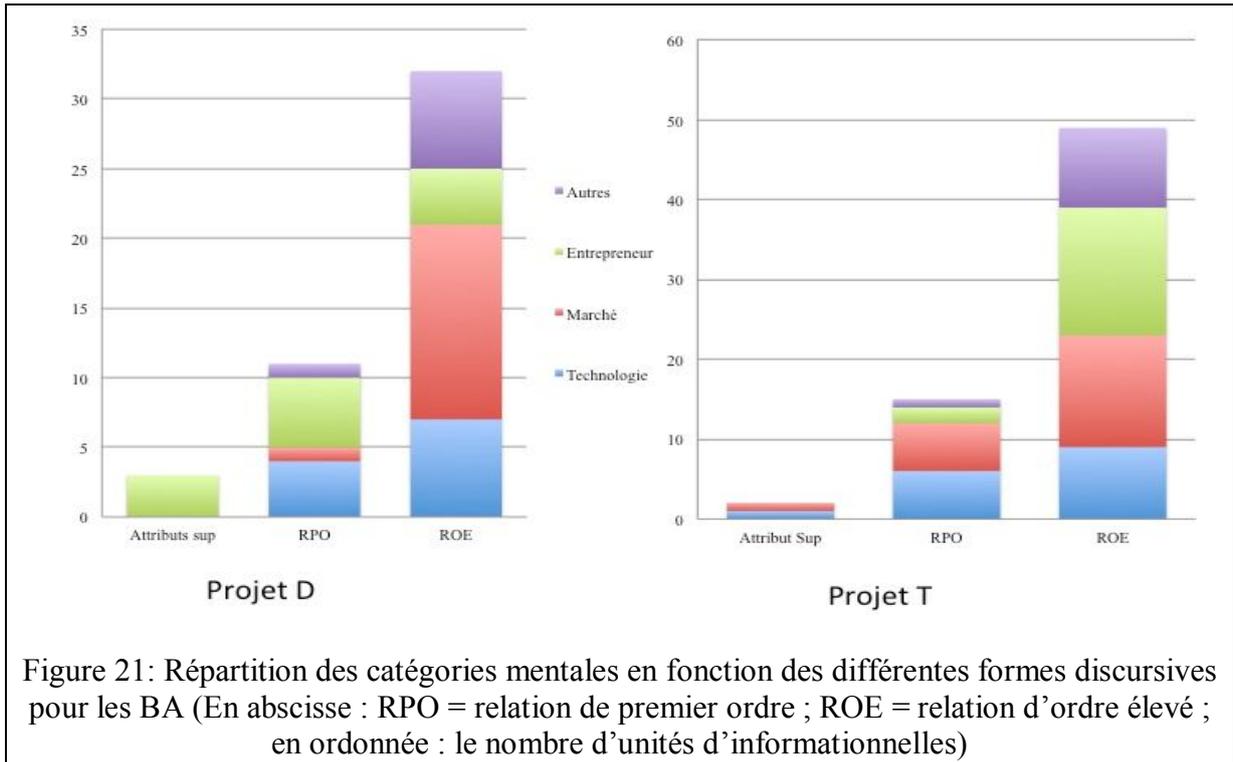
Tableau 21: Détails sur les relations d'ordre élevé énoncées par les BA

Propos	Explications fournies par les instructeurs
<p style="text-align: center;"><i>Projet D</i></p> <p>Il faut quand même que vous apportiez des propositions après le diagnostic, cela faciliterait l'usage des produits.</p> <p>Ca c'est très intéressant, c'est même un point fort de votre démarche, permettre à tous destinataires de comprendre les résultats du diagnostic, il fallait y penser ca.</p> <p style="text-align: center;"><i>Projet T</i></p> <p>Le brevet c'est bien, il faudra même prévoir plusieurs pour renforcer la protection. Mais bon un brevet c'est 18 mois de protection, donc le principal problème c'est qu'il faut aller vite</p> <p>Prenons un exemple. Moi je suis un de vos clients et suite à nos contacts, je ne pense pas que vous soyez capable d'honorer votre engagement simplement parce que vous êtes nouveau et on sait que c'est toujours difficile à ce stade. Donc je vais d'abord allez voir mon ancien fournisseur et lui présenter un cahier de charge avec les mêmes caractéristiques que votre offre. Il va vous mettre en concurrence avec d'autres. Avez vous pensez à ce cas ? de même votre fournisseur de dispositif, il peut du jour au lendemain décider de travailler avec un autre mais sur la base de vos idées. Avez vous pensez à ca ?</p>	<p style="text-align: center;"><i>Projet D</i></p> <p>Partenariat avec le marché→ utilisation pertinente du diagnostic →attente du marché (rapprochement d'un fonctionnement du marché et des attentes des consommateurs). C'est en facilitant l'exploitation du produit par le consommateur final qu'on peut espérer développer le potentiel de l'idée dans le temps</p> <p>Livrable clair et lisible-->avantage pour les personnes âgées—positif. Le projet a des livrables pertinents exploitables par la tranche de la population visée. On peut estimer que les clients resteront longtemps dans la relation avec la startup</p> <p style="text-align: center;"><i>Projet T</i></p> <p>Insuffisance du brevet-->occupation rapide du marché-->bonne protection de l'idée (rapprochement entre la particularité du marché de T et la propriété intellectuelle).</p> <p>Exposition de l'idée aux prospects et au fournisseurs-->risque d'opportunisme-->avez vous pensé à vous protéger contre cela? L'entrepreneur doit rencontrer les prospects et les futurs partenaires. Il doit être dans une logique de collaboration de partage de la valeur de son idée. cependant, ils s'exposent à une expropriation de son idée. l'entrepreneur a t-il poussé la réflexion dans ce sens ? A-t-il pensé à protéger son avantage et quel degré de confiance entre les partenaires ?</p>

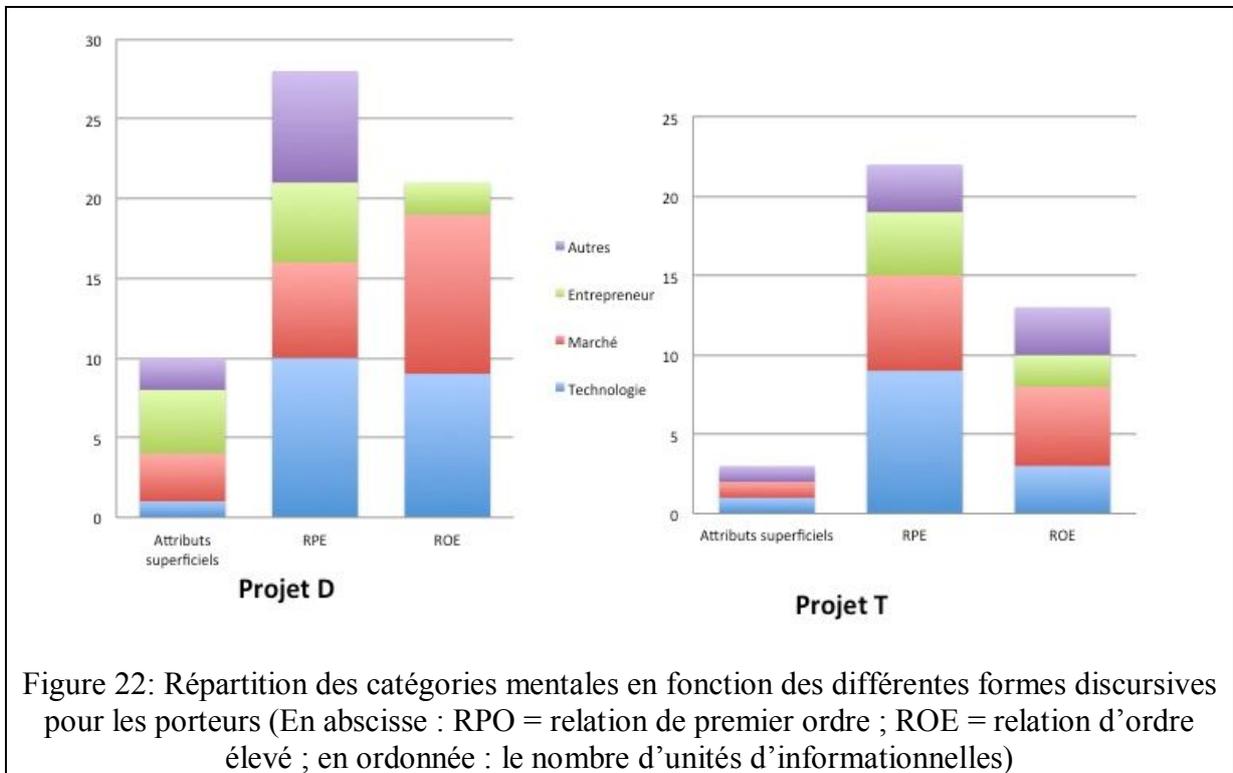
La figure 21 ci-dessous répartit les formes discursives en fonction des acteurs sur chaque projet. Les relations d'ordre élevé représentent plus de la moitié des efforts de raisonnement des BA (52% pour D et 65% pour T). Les investisseurs sont dans une logique d'interprétation de l'opportunité en exposant les craintes et aspects positifs. Effectivement, nous constatons que les BA utilisent plus ce type de formes dans leur raisonnement. Les porteurs, moins capables de prendre le recul nécessaire, viennent aussi solliciter ce regard pertinent en s'adressant aux BA. La dominance des relations de premier ordre chez les porteurs montrent leur intérêt excessif pour la description du présent aux dépens des projections ou scénario pertinents vis-à-vis du futur (figure 20).



Une analyse plus fine des propos du BA, puisque c'est lui qui nous intéresse principalement, montre la décomposition de chaque forme discursive en fonction des catégories mentales impliquées (figure 21). Les relations d'ordre élevé énoncées par les BA combinent effectivement les quatre types de catégories mentales. Il s'agit bien de formes discursives qui mettent en interaction les différentes catégories mentales pour révéler de nouvelles significations.



La structure du raisonnement des entrepreneurs (figure 22) montre une dispersion totalement différente de celle du BA.



On remarque bien la dominance des relations d'ordre élevé dans le raisonnement des BA instructeurs (figure 21). Plus encore, on peut noter la présence systématique des différentes catégories mentales. Si nous reprenons notre définition des relations d'ordre élevé qui représentent des interactions entre différents faits, il apparaît très clairement que le BA crée des liens entre les différentes catégories afin de juger l'opportunité d'investissement dans la firme entrepreneuriale. L'interprétation autour des projets à potentiel en amorçage nécessite donc une activité cognitive importante de la part de l'investisseur. Il est donc pour nous inconcevable de vouloir l'analyser en maintenant ce dernier dans un rôle passif. De façon alternative, il peut être supposé que le BA utilise directement dans son raisonnement des arguments fournis par les porteurs de projets. Cette explication peut être rejetée sur la base de la comparaison des figures 21 et 22. Le contenu des différentes formes discursives n'est pas identique entre les deux acteurs. Ceci montre encore une fois que les informations fournies par les entrepreneurs ne sont pas directement utilisées par le BA pour décider. Il existe chez l'investisseur une réelle activité cognitive de transformation des faits pour juger de l'existence d'une opportunité d'investissement liée aux firmes entrepreneuriales.

La cognition humaine utilise différents types d'arguments dans son interprétation des situations. Nous pensons qu'il est nécessaire de caractériser la nature du processus avant de se lancer dans une description de l'interprétation faite par les acteurs avant de décider. L'interprétation est cruciale face à un objet de décision incertaine (McMullen et Shepherd, 2006; Lipshitz et Strauss, 1997). Si le décideur procède par reconnaissance de schémas, la démarche d'interprétation sera plus facilement concevable comme un ensemble de critères à identifier directement. La création de sens va s'expliquer à travers des similarités superficielles, c'est-à-dire qu'une situation cible est cernée parce qu'elle contient des éléments qui ressemblent aux composantes d'une autre situation source (Grégoire et Shepherd, 2012; Gentner et Smith, 2012). S'il procède par alignement structurel, la démarche sera tout autre. L'interprétation devient une compétence de transformation des éléments observés en indicateurs non observables subjectivement inférés par le décideur. La nature du processus en situation réelle est donc un préalable important pour comprendre la décision intuitive.

Les résultats montrent que les BA réservent plus d'efforts discursifs à la catégorie mentale « Marché » alors que les entrepreneurs sont plus orientés par la catégorie « Technologie ». Ils montrent aussi une prépondérance des relations d'ordre élevé sur les autres formes discursives chez le BA. Ce dernier développe ainsi un raisonnement basé sur la

recherche des similarités structurelles. Les relations d'ordre élevé représentent l'expression des bénéfices et des problèmes perçus ou anticipés dans une situation par un décideur (Grégoire, Barr et Shepherd, 2010). Leur prépondérance démontre que la stratégie cognitive des BA consiste à produire des indicateurs nouveaux en transformant les informations fournies par les porteurs de projet. C'est un aspect essentiel du raisonnement qui va nous guider dans la compréhension du sens dans les prochaines sections. L'analyse montre aussi que ces relations impliquent toutes les catégories mentales que nous avons définies au préalable. Ainsi, une activité cognitive particulière est en œuvre chez le BA. Elle le conduit à ré-agencer les différents indicateurs pour produire des éléments nouveaux de décision. Ce rôle de la cognition du BA est confirmé par le fait que les relations d'ordre élevé ne dominent pas le discours des porteurs de projets. Le BA ne collecte pas simplement les faits mais il crée subjectivement des indicateurs de décision. Nous répondons à notre première question de recherche qui est : « *quelles sont les caractéristiques du mécanisme mental qui permet au BA d'interpréter les informations autour des projets de firmes entrepreneuriales ?* » Le mécanisme mental dont il est question est caractérisé par une primauté des relations d'ordre supérieur sur les autres formes discursives. Il permet de relier l'ensemble des facteurs descriptifs d'un projet afin de créer de nouveaux indicateurs de décision. Le mécanisme implique un processus dynamique à travers lequel le BA est cognitivement actif. L'importance de l'humain dans l'identification des opportunités d'investissement en amorçage est indéniable.

Analyser l'opportunité d'investissement à travers une liste présumée de critères n'est pas une approche pertinente selon nous. L'investisseur en incertitude n'est pas juste un facteur de plus. C'est un acteur doté de connaissances et d'aptitudes cognitives non négligeables. Il faut interroger la forme discursive dominante dans le raisonnement des BA pour mieux cerner comment ils évaluent les projets entrepreneuriaux en *early stage*. Le raisonnement par similarité structurelle utilisé par le commun des mortels pour ses choix complexes quotidiens (selon la psychologie) (Gentner et Smith, 2012 ; Gentner et Holyoak, 1997 ; Gentner, Rattermann et Forbus, 1993), se retrouve aussi dans une décision financière comme celle de l'investissement.

L'analyse des relations structurelles est complexe. Le BA produit une histoire cohérente qui va motiver sa décision grâce à une structure de raisonnement donnée. Cependant, nous ne cernons pas les différents aspects de cette histoire à cette étape de notre étude. Nous ignorons encore l'usage réel de ces différents arguments de raisonnement. Nous pouvons dire pour l'instant qu'il relie divers faits mais la seule mise en évidence des formes discursives ne

suffit pas pour cerner le sens qu'il crée. Nous sommes donc retournés vers les acteurs concernés pour cerner le fond de leur raisonnement. Quelles sont les vraies dimensions du sens qui transitent par les relations structurelles ? De plus, nous remarquons que contrairement aux résultats de la littérature pour qui le facteur "Entrepreneur" est dominant dans l'investissement en amorçage, c'est plutôt le "Marché" qui domine les propos des BA au cours de l'instruction. Cette observation soulève la question du « pourquoi ? » afin de cerner le sens caché dans la perception des BA.

Section 2 : La création du sens par les Business Angels

Convaincu de la subjectivité de l'identification des opportunités d'investissement et de l'importance des interactions entre les différentes catégories de facteurs, nous axons davantage notre étude sur les entretiens avec les investisseurs. L'objectif est de saisir ce qui va se cacher derrière la prépondérance des relations d'ordre élevé ou relations structurelles comme arguments discursifs chez les BA. Notre mode d'analyse est inductif et basé sur la démarche de Gioia et al (2013) (2.1). La démarche assure une certaine systématisme de la création de la connaissance. Au-delà de la question de l'instruction ou de l'évaluation des projets, nos interviewés ont tous partagé avec nous leur définition propre de leur activité. Il nous paraît important de préciser ces propos afin de contextualiser davantage nos résultats (2.2). Ensuite, nous analysons les différences dimensions de l'interprétation des BA autour des opportunités d'investissement. Nous interprétons ces dimensions au regard de la théorie de l'alignement structurel. Selon les termes de Gentner (1983) et ses collègues, il s'agit de déterminer les caractéristiques du transfert des relations de la source à la cible à savoir : les similarités structurelles et les inférences sur la cible (2.3 et 2.4). Nous répondons ainsi successivement à nos questions de recherche qui sont :

QR2 : Quelles sont les vraies dimensions de l'évaluation du potentiel d'une idée entrepreneuriale par les BA ?

QR3 : Comment les différentes dimensions sont-elles reliées dans l'évaluation de l'opportunité d'investissement ?

QR4 : Comment s'organise la réflexivité pour réduire les erreurs pendant le processus de décision des BA en early stage ?

Nous précisons que notre analyse ne se focalise pas sur les déterminants de la source. Il ne s'agit pas d'évaluer l'influence des différences individuelles sur le sens créé. Nous

voulons plutôt analyser son émergence en prenant en compte l'ensemble des acteurs expérimentant la même réalité sociale.

2.1. Rappel de la démarche d'analyse

L'analyse des entretiens a pour objectif de mettre en évidence les dimensions qui ont réellement de l'importance pour le BA et comment elles sont mobilisées pour créer du sens autour de l'idée entrepreneuriale. En adoptant une démarche inductive, la finalité était de se laisser guider par les données pour comprendre comment les investisseurs « vivent » cette évaluation des idées. Notre processus d'analyse est itératif puisqu'il consiste à alterner entre collecte et analyse de données tout au long de la recherche (Corbin et Strauss 1990). Une telle démarche évite de se laisser contraindre significativement par les présupposés théoriques. Néanmoins, la section 1 nous rappelle qu'il faut chercher le sens dans le réagencement des indicateurs situationnels par le BA. Le logiciel Nvivo (version 10 et 11) nous a permis de structurer ce travail inductif. Nous distinguons trois phases essentielles dans notre analyse des données d'entretien.

La première étape est celle du codage du matériau afin d'identifier les différents éléments qu'évoque le BA comme pertinents dans son évaluation du projet. Ainsi, au sein du discours du BA interviewé, nous avons surligné et codé les différents facteurs de décision. Cette phase conduit à la production de catégories empiriques qui doivent être libellées en retenant les termes utilisés par les interviewés (Gioia, Corley et Hamilton, 2013). Il faut donc veiller à rester au plus près des propos des acteurs étudiés. La seconde étape consiste à regrouper les catégories surlignées ci-dessus en dimensions de second ordre plus conceptuelles (Nag et Gioia, 2012). En effet, chaque paragraphe ou groupe de phrases du BA interviewé combine plusieurs facteurs de décision et évoque un sens. Un commentaire sommaire est affecté à chaque paragraphe pour résumer les propos en rappelant les différents facteurs impliqués dans la signification identifiée. En identifiant ces catégories, l'objectif est de définir les grands blocs du phénomène qui prennent forme dans la cognition du BA durant l'instruction (Van Maanen, 1979). Les catégories de second ordre sont conçues sur la base de la cooccurrence entre les catégories de premier ordre dans les propos du BA. La dernière étape a consisté à décrire le processus sous-jacent à l'identification des opportunités d'investissement en reliant les catégories conceptuelles tout en ancrant les relations dans les propos des BA. Elle décrit l'utilité des différents facteurs dans le raisonnement individuel. C'est la phase de théorisation par le chercheur. Elle nécessite une démarche holistique puisqu'il faut toujours garder à l'idée ce qui avait été dit pour pouvoir le relier à ce qui se dira

par la suite. Il s'agit là de tout l'art du chercheur qui doit réorganiser le corpus dans le seul but de réécrire un récit cohérent (Paillé et Mucchielli, 2012). A cette dernière étape, les outils d'exploration sur Nvivo ont été encore très utiles. Les différentes visualisations ont facilité la recherche d'une structure profonde aux données. Un exemple d'analyse ayant conduit à la construction du modèle général est présenté en annexe 8.

Dans la restitution ci-dessus de notre travail d'analyse, nous prenons le soin de bien illustrer notre argumentaire par des verbatim des interviewés directement dans le texte. Des tableaux supplémentaires, sans être énoncés, sont présentés à chaque étape avec d'autres verbatim. Ceci permet au lecteur d'apprécier le mix entre le terrain et les interprétations qu'en fait le chercheur (Pratt, 2008).

2.2. L'auto-perception des BA sur l'identification des opportunités d'investissement

Nous avons caractérisé au tout début de notre argumentaire, en nous basant sur la littérature, un projet en amorçage susceptible d'être considéré par le BA dans son activité (chapitre 1). Il investit dans des projets innovants portés par des entrepreneurs individuels à leur phase de démarrage. Le démarrage est la phase de développement de la jeune firme entrepreneuriale très délaissée par les acteurs du capital risque et l'accompagnement des BA est plus que souhaité. Nous reprenons ci-dessous ce que le BA définit d'abord comme innovation susceptible de les intéresser (2.2.1.) et les caractéristiques de la phase d'amorçage où ils interviennent (2.2.2.).

2.2.1. L'innovation selon le Business Angels

Le projet qui attire le BA est l'innovation ou la nouveauté qui par définition peut raisonnablement créer de la valeur. Il s'agit d'un ciblage volontaire de la part de cet investisseur qui souhaite pérenniser intellectuellement sa passion entrepreneuriale. Le BA veut accompagner le « Google » ou le « Facebook » de demain et c'est seulement en se focalisant sur des activités à fort potentiel qu'il espère réaliser l'opération financière et entrepreneuriale la plus intéressante. Les activités entrepreneuriales classiques ne relèvent pas des investissements des BA. Le terme "classique" ici n'a pas un sens sectoriel. Le BA va par exemple s'intéresser à l'ouverture de magasins ou d'hôtels ou de restaurants à la seule condition que celle-ci porte une nouvelle pratique qui va remettre en cause les usages existants. « *Ce n'est pas un truc qui existe à 10 ou 15 exemplaires sur le marché avec des gens qui sont extrêmement performants dans ce métier et qui ont plus de moyens* » (PEM). Il ne doit pas être un « *dépoussiérage* » (MAL) de quelque chose qui a déjà existé. Il ne doit pas

être une idée qui a été prouvée par ailleurs. Ceci suppose qu'un projet susceptible d'attirer cet investisseur doit faire un inventaire global des offres actuelles directes ou indirectes, des pratiques propres des potentiels prospects afin de faire une nouvelle proposition de valeur pertinente au marché. L'innovation est donc synonyme de différenciation concurrentielle quelle que soit la source de cet avantage. Elle doit donc apporter une « *brique supplémentaire à l'utilisateur* » (VIG), doit être utile soit en permettant d'aller plus vite soit en permettant des économies soit en répondant à un besoin insatisfait soit en facilitant l'accès à un produit pour un plus grand nombre d'acteurs. L'analogie suivante d'un BA résume bien le sens de l'utilité du projet : « *si vous me dites j'ai pour projet de monter une usine de glace d'esquimaux au Pôle Nord, je vais vous dire le projet il n'a pas de sens ; si vous me dites j'ai un projet qui fait que dans le Sahara je vais pouvoir distribuer de l'eau à des habitants, ça a du sens* » (VER). Il faut déjà remarquer ici le recours à des expressions pleines de métaphores pour expliquer la nature de l'innovation.

L'innovation ce n'est pas simplement de l'invention ou de l'originalité. Elle doit cibler un besoin connu insatisfait ou latent. Le projet susceptible d'intéresser un BA ne doit pas chercher à créer un besoin. Il s'agit d'une tâche très demandeuse de capitaux et l'accompagnement financier apporté par les BA ne permet pas de développer un nouveau marché. L'innovation, ce n'est pas seulement la création au sens technologique du terme, comme le définit le Ministère de la recherche. D'ailleurs, les BA sont tous d'accord sur le fait que la nouvelle technologie révolutionnaire est très rare et ne représente qu'une faible proportion des projets qu'ils accompagnent. Le BA va financer la recherche applicative mais pas la recherche fondamentale³⁹. Dans 80% des cas, les investissements des BA portent sur de nouvelles combinaisons d'éléments existants, de nouvelles façons de voir l'usage du marché, des innovations de *process* qui vont avoir un fort potentiel de croissance. A la place d'innovation, il faudra peut-être dire plus simplement « projet à fort potentiel de croissance » pour éviter la confusion qu'entraîne le terme innovation.

« *Ce sont effectivement la notion de perspectives de développements forts qui intéressent les BA, gros marché, grosse croissance et plus-value/risque proportionnelle* » (FAB).

³⁹ Plutôt couverte en France par les subventions (Crédit Impôts Recherche et autres aides publiques)

Tableau 22: Verbatim sur l'idée d'innovation

<p><Internals\GAZ</p> <p>on ne finance pas des ouvertures de magasin, des créations d'hôtels et restaurants. La chose n'est pas si évidente que ça mais vous avez des commerces qui sont innovants. Si vous regardez sur notre site nous avons investi dans une entreprise qui vend des pots de yaourt glacés dans les centres commerciaux. C'est un domaine nouveau mais c'est quand même une activité de commerce et ce genre de projet a été financé par un club de BA avec une forte appétence pour les yaourts glacés et des perspectives de rentabilité qui étaient intéressantes. Et que j'espère pour les investisseurs seront tenues. Les commerces traditionnels ne relèvent pas de nos investissements. Vous pouvez avoir des innovations dans le domaine du commerce pur, il y en a encore énormément qui sont possibles. Le coté innovant reste la clé de la chose pour nous intéresser. Innovant soit par la technologie soit par les usages.</p>
<p><Internals\PEM</p> <p>il y a un gars qui est venu 2 jours au palais de congrès à Nantes me parler. Le type il avait un tonus pas possible. Il avait 22 ou 23 ans. Il est venu m'expliquer qu'il avait mis en place une marque qui s'appelle le KRAMEL, qu'il avait déposé sa marque et qu'il voulait développer une fabrication de caramel au beurre salé. Il faisait déjà des marchés et il avait des ambitions... bon ce n'est pas notre truc quoi. C'est peut-être très intéressant, il va peut-être finir par gagner beaucoup d'argent mais ce n'est pas notre projet quoi.</p> <p>Vous savez moi j'étais dans un métier très basique, dans le bâtiment. Ce n'est pas très très innovant. et qu'est-ce qu'on pouvait apporter de plus à nos clients par rapport à nos concurrents ? ce n'était pas forcément très innovant mais malgré tout c'était quand même très important pour nos clients. On a amené une organisation différente, on a amené des engagements sur le respect des délais, on a amené de l'engagement sur la qualité, on a amené un processus qualité différent, on a amené tout ça en plus. Par exemple on avait mis en place une procédure par rapport à la réhabilitation des logements c'est à dire un processus qui permettait de dire au client ben voilà compte tenu des travaux que vous voulez faire dans les logements avec des gens dedans, nous on s'engage à travailler en nocturne et les habitants peuvent utiliser les sanitaires l'eau ; on a organisé notre chantier sur 15 jours. On sait qu'ils vont être dans le chantier pendant une semaine mais on sait que pendant 15 jours, le chantier sera fini. Ça c'était notre plus. Ça effectivement quel était le coté innovant là-dedans ? c'est une organisation. C'est ce qui nous permettait dans notre métier de proposer quelque chose de plus.</p>
<p><Internals\SAR</p> <p>Ni l'un ni l'autre ne sont innovants ! ils n'ont fait que collecter dans une seule réflexion la somme de besoins d'innovation ; tout existe. La douche pour remplacer la baignoire existe, la moquette pour remplacer le carrelage existe, la baignoire avec une porte qui s'ouvre existe, les barres pour se tenir dans le couloir existent, tout existe mais personne ne les a synthétisés. Et voilà, c'est les mettre dans un programme informatique et avec un Smartphone qui permet de prendre les photos et d'apporter directement la réponse au client. C'est ça l'innovation : ce n'est que la synthétisation de la demande et la réalisation informatique du produit répondant à la question. C'est comme ça que je le vois.</p> <p>Ah non non !!! alors ça l'innovation, c'est de temps en temps si vous voulez...c'est Marie Curie qui a découvert le radium, c'est Edison qui a inventé l'ampoule électrique, ça c'est de l'innovation mais des innovations comme ça il n'y en a pas beaucoup. Par contre l'innovation c'est faire quelque chose synthétique, qui répond à un besoin et qui n'existe pas.</p>
<p><Internals\VEG</p> <p>Nous on ne finance que des projets d'entreprise qui sont innovantes, en degré d'innovation. C'est important, on ne fait pas du commerce classique. Ça c'est un premier critère qui est essentiel. Ça supprime énormément beaucoup d'entreprises. C'est totalement respectable d'ouvrir une boulangerie</p>

par exemple, sans innovation mais nous on ne fait pas ça. Vous avez une société dans le bâtiment traditionnel qui fait de la rénovation, nous on ne fait pas ça. C'est le premier critère qui est complètement objectif. Les investisseurs professionnels n'investissent pas dans des jeunes entreprises dans des secteurs classiques traditionnels.

Au-delà du caractère nouveau d'une idée, c'est la phase de développement des projets où ils interviennent qui est largement reprise par le BA dans ses propres termes.

2.2.2. L'investissement à la phase d'amorçage.

Les BA interviennent souvent à l'amorçage des projets de firmes entrepreneuriales, c'est-à-dire qu'ils ne vont pas accompagner des idées nouvelles développées dans le cadre d'une stratégie de développement d'une corporation existante et mature⁴⁰. Dans ce dernier cas, il s'agit du financement de groupe industriel et la logique est totalement différente. « *Le vrai amorçage, c'est le ou les types seuls qui n'ont pas de sous et sur lesquels vous misez et en leur disant on vous suit* » (JPD). L'amorçage ne se définit pas systématiquement en termes de nombre d'années d'existence mais plutôt de dynamique de l'activité, c'est-à-dire de chiffre d'affaires et de résultat. Le BA intervient à des phases de développement où le chiffre d'affaires est nul ou très faible : entre 0 et 100 000 €. Il peut avoir quelques ventes mais il ne s'agit pas encore d'un marché développé avec un positionnement bien défini et stable. « *Le BA intervient pour industrialiser la communication et la commercialisation du produit ou du service, ce qui peut couvrir la phase de création ou de post-crétion et pour valider le Product Market Fit* » (FAB).

Quand les projets sont un peu avancés, très souvent les premiers résultats sont négatifs quand le BA intervient. Le point mort est loin d'être atteint. L'idée peut exister depuis 1 ou 2 ans mais financièrement les porteurs ne se rémunèrent pas encore. Dans certains cas, les porteurs de projets s'adressent au réseau avec « *une idée, un produit ou un bout de catalogue ou un embryon de quelque chose* » (CES). La firme entrepreneuriale n'a pas encore d'actifs tangibles pour servir de garanties à un emprunt. Les acteurs financiers classiques (la banque) peuvent exceptionnellement financer le démarrage s'il existe des commandes clients fermes pour la firme et si les prospects sont connus comme financièrement solvables. L'accompagnement de cet amorçage ne relève pas de leur politique de financement contrairement aux BA. « *A l'amorçage, il n'existe donc pas de passé à analyser mais seulement un futur à espérer et donc le BA est cet acteur assez fou pour croire à l'improbable*

⁴⁰ Beaucoup d'entreprise créent aujourd'hui leur propre incubateur ou pépinières afin d'accompagner des idées susceptibles de les intéresser

autour du projet d'innovation » (BB). Ils sont « assez patients pour attendre le succès du projet sachant qu'il y a un risque que celui-ci n'arrive pas » (GAZ).

Durant l'amorçage, la jeune firme cherche encore à mettre en œuvre son modèle économique. Elle n'a pas encore réussi à créer un vrai positionnement qui va lui assurer une dynamique de flux favorable et durable. A cette phase, la firme ne sait pas encore quel modèle économique lui assurera son développement parce que les choses vont rarement comme prévu par les porteurs de projet. Par exemple, un BA nous a cité un cas où l'entreprise existait avec quelques ventes mais était obligée de renégocier les prix à chaque transaction. Ce qui démontre que le modèle économique n'est pas encore établi et accepté par le marché. Les propos suivants d'un BA illustre la double exigence à la phase d'amorçage des firmes entrepreneuriales : *"une entreprise c'est une énorme boule de pierre sur une crête de montagne qui roule et avance tous les jours et le rôle du chef d'entreprise est de faire des corrections de trajectoire afin que la boule demeure sur la crête. Le créateur au démarrage a la même boule qu'il doit maintenir et en plus lui donner de l'énergie pour initier le mouvement. C'est le plus difficile du métier de créateur". (SAR)*

L'investissement en cette phase d'amorçage est une des conditions au co-investissement avec certains fonds publics qui souhaitent encourager la jeune pousse à fort potentiel de croissance. Ces acteurs publics trouvent auprès des réseaux de BA, une expertise clé à leur action de soutien à l'entrepreneuriat.

« C'est fréquent les collaborations BA - ETAT. D'ailleurs pour vous donner un exemple je dirai que le projet dont je vous parlais tout à l'heure et qui a été financé par Angels Sources, une des conditions pour eux est qu'il y ait très peu ou pas de chiffre d'affaires. Donc ça nous arrive assez fréquemment. » (BRU).

Tableau 23 : Verbatim sur les caractéristiques de l'amorçage

<p><Internals\\ DAD</p> <p>Ce n'est pas des nombres d'années, c'est des chiffres d'affaires et des résultats. Et quand vous avez une boîte qui ces trois dernières années a fait 10 millions de chiffres d'affaire ou plus et qui systématiquement à dégager un Ebit de 6 ou 10%, vous regardez le secteur d'activité qui est porteur et quels sont les concurrents etc....vous avez rapidement la possibilité de vous dire ça va perdurer et même ça va s'amplifier : donc j'y vais !</p> <p>Alors la courbe vous la connaissez : vous avez le capital développement qui est là, en dessous le capital-risque, et encore avant l'amorçage ; mais tout ça c'est des formules de l'esprit, la vie c'est pas comme ça. Parce que l'amorçage elle-même se décompose en plusieurs morceaux ; on peut proclamer qu'on fait du capital risque et être en fait du capital développement, et on peut dire qu'on</p>
--

fait du capital risque et puis mordre un peu sur l'amorçage, et puis nous dans l'amorçage sur des petites opérations on peut faire une sorte de capital-risque et prendre moins de risques. Donc, parce que j'allais vous donner comme autre critère le chiffre d'affaire, c'est vrai que le capital développement 5 10 millions de chiffre d'affaires, capital-risque 1 million de chiffre d'affaire, nous on est 100 000 de chiffre d'affaire et quelque fois zéro quand on commence : ça c'est beaucoup plus compliqué que les enfoirés de capital développement, eux ils s'en foutent plein les poches !

<Internals\\ BRU

Clairement nous on intervient à un stade où les spécialistes financiers ne peuvent pas intervenir. Parce qu'il n'y a pas d'historique, quelque fois ce sont des activités qu'ils ne connaissent pas du tout. Si vous voulez typiquement on prend souvent des exemples comme ça. Quelqu'un qui veut ouvrir un salon de coiffure dans un quartier, la banque elle a des critères. Elle dit dans l'activité de coiffure, il faut tel chiffre d'affaires, il faut telle surface, il faut tant de personnes etc. il y a une historique énorme dans ce truc là. dans le restaurant c'est pareil. Et on peut mesurer si ça peut réussir ou pas. Mais quand on a devant nous celui qui lance une activité de covoiturage par internet, on ne peut pas savoir au départ c'est une activité qui n'existait pas. Personne ne pouvait imaginer à l'origine le succès de blablacar. Là typiquement une banque ne peut pas financer au stade de démarrage si vous voulez. L'exemple de mon casque de vélo, typiquement il a pu obtenir un financement bancaire dès lors qu'il avait déjà une petite partie qu'il pouvait commercialiser. Avant il ne pouvait rien. Ce que la banque peut financer à la rigueur c'est quand il y a des commandes de clients qui n'ont pas encore été payé c'est à dire que compte client. A la rigueur il y a des commandes fermes et si les clients sont eux mêmes les gens connus de la banque, des sociétés financièrement solvables, dans l'exemple typique de mon casque de vélo, il a travaillé avec Velib à Paris, on sait que la mairie de Paris va payer si vous voulez. Donc il n'y a pas de soucis. La banque peut assurer. On peut garantir avec des actifs fictifs lorsqu'on peut se procurer les casques dans les boutiques Velib. Il n'a pas eu besoin de ça mais ça on peut l'obtenir si vous voulez. Par contre la banque ne va pas financer l'entreprise en démarrage où on n'est pas certain qu'elle va encore exister d'ici 2 ans.

<Internals\\ BB

Ils interviennent pour industrialiser la communication et la commercialisation autour du produit et service. Et ça pour moi c'est trois phases pour moi qui regroupent le capital innovation. Les BA interviennent majoritairement à la phase de création et de post création. Le R&D ça se fait rarement à part dans quelques secteurs d'activité qui sont la santé notamment. Pourquoi parce que c'est très risqué la phase d'amorçage et c'est très risqué mais aussi très consommateur du cash. Du coup là on brûle du cash pour développer et faire de la recherche etc mais pendant ce temps il n'y a aucune rentrée d'argent. Du coup là on fait un pari très risqué, plus risqué en tout cas que on est en phase de création et de post création. Donc la phase de création c'est vraiment pour nous le moment zéro de l'entreprise, c'est là qu'on va commencer à montrer qu'il y a quelque chose et c'est là qu'on va commencer par avoir un tout petit peu les premiers retours de marché. Après il y a la phase post création, c'est là aussi qu'il y a besoin d'argent, en fait les startups vont avoir besoin de sous pour industrialiser, recruter des équipes complémentaires, renforcer les actions communications et marketing, mettre en place des actions commerciales, là il n'y a pas encore de cashs qui entrent dans l'entreprise du coup il faut le financer en fonds propres. C'est là-dessus que les BA interviennent essentiellement. Donc c'est une phase très risquée. C'est pour ça aussi qu'ils sont majoritairement les seuls dans ce paysage pour intervenir sur ce type d'entreprise.

<Internals\\ CES

Non, vous savez quand on vient nous voir, la plupart du temps, il viennent nous voir avec une idée ou un début de quelque chose c'est à dire qu'il y a un produit un bout de catalogue, enfin il y a un embryon de quelque chose et puis après on croit à ce projet et on dit ça vaut la peine de le soutenir ou pas. Si un gars vient me voir et me dit j'ai un truc miraculeux qui va envoyer des gens sur la lune, on n'ira pas

Le degré d'innovation et la précocité de l'intervention sont deux aspects clés de l'opportunité d'investissement des BA que nous étudions. Ils placent la firme entrepreneuriale dans un contexte incertain. Les caractéristiques décrites ci-dessus sont conformes à la caractérisation que nous avons fait dans le chapitre 1 de notre document. L'incertitude contraint le comportement d'investissement et la perception du risque inhérent aux projets que rencontrent les BA des différents réseaux.

2.2.3. L'influence du degré d'innovation et de la précocité sur la décision d'investissement des Business Angels

Pour tenir compte de la spécificité des objets d'investissement en amorçage, le comportement d'investissement du BA est particulier. Au cours des entretiens, les BA ont pris le soin de nous préciser la nature de leur comportement quand ils sont en *early stage* d'un projet entrepreneurial⁴¹. L'évaluation des projets se fait en collectif mais chaque investisseur décide personnellement du montant de sa participation⁴². L'organisation en réseau a une importance particulière dans le cadre français : « *une culture française où quand on a de l'argent on préfère vivre caché. Parce que c'est une réalité. C'est en train de changer avec les nouvelles générations mais malheureusement c'est une vieille tradition française* » (BB). Le rôle des associations qui consiste à lever cette barrière culturelle est plus important dans notre pays. La France compte aujourd'hui un nombre plus élevé de réseaux que l'Allemagne et le Royaume-Uni par exemple. Les réseaux français adoptent une démarche processuelle d'investissement (les étapes ont été décrites dans le chapitre 4) où « *chaque phase est une occasion de faire le tri et de minimiser le risque* » (BB).

Au-delà de l'aspect processuel de cette activité d'investissement, le BA résume dans les termes suivant la perception du potentiel des projets : intuition, *feeling*, émotionnel, subjectivité, collectif et expérience d'investissement. En effet, cette perception n'obéit à aucun principe cartésien. Lorsque qu'on est investisseur individuel et que l'on investit son propre capital, il n'existe pas de règle ni de formule *a priori* formalisée permettant de prédire le potentiel de la firme entrepreneuriale en amorçage. Le choix dans cette configuration est « *un mélange de tout ça, intuition, des chiffres précis, la subjectivité. C'est une mélange de tout ça comme pour beaucoup de choses quoi.* » (REN). Il n'existe pas de démarche calibrée et planifiée. La règle que suit tout évaluateur est de savoir être critique : « *quand vous me*

⁴¹ Il peut arriver qu'ils investissent à des phases plus avancées comme par exemple dans un deuxième ou troisième tour de table sur un même projet. Dans ce cas le comportement n'est pas celui qui est décrit ici.

⁴² La majorité des BA rencontrés étant en réseau, les stratégies de décision de ces derniers sont plus mis en avant dans ce document. Cependant, nous ne minimisons pas l'avis des 3 investisseurs indépendants que nous avons interviewés et qui affirment trouver dans leur entourage immédiat ce que les autres ont au sein d'un réseau.

dites comment on fait ? bah on pose des questions et on écoute on écoute... on repose des questions et on challenge et ça c'est une mentalité » (DAD). Les porteurs de projet sont écoutés et chaque fois qu'il y a quelque chose qui touche la conscience, le BA essaie d'aller creuser un peu plus. Aucune grille de notation n'est utilisée par les BA car il n'y a pas de bilan et les chiffres ne valent pas grand-chose. La perception est donc la somme de « plusieurs petits trucs » et quand un certain nombre de choses négatives sont évidentes, l'évaluateur va dire non au projet : « *il y a plein de petites choses qui viennent et on les prend en compte* » (BEL). Cette finance-là se résume à du bon sens. La subjectivité domine donc l'appréciation du risque autour des projets d'innovation à l'amorçage puisqu'il faut y mettre de l'émotionnel tout en restant logique. La logique ici vient du fait qu'avec l'expérience le BA commence par mieux voir certaines choses.

Comme une solution à l'incertitude qui entoure l'objet de leur investissement, les BA évoquent unanimement la nécessité de rencontrer physiquement les porteurs de projets. Pour former leur intuition décrite ci-dessus, les BA affirment la nécessité d'interagir avec les porteurs de projet. Les instructeurs vont les rencontrer sur une période moyenne de deux mois afin de forger leur perception et certaines fois sur leur lieu de travail. C'est en échangeant avec les entrepreneurs sur les différents aspects de leur projet que l'investisseur arrive à ressentir globalement le potentiel dont il regorge. Il faut challenger les entrepreneurs, les soumettre à un interrogatoire et observer leur comportement : « *c'est ce qu'ils me disent, ce qu'ils ont fait et les questions que je leur pose. C'est là où je vais tester leur compétence là dessus* » (FAY). La faculté des porteurs à répondre aux différentes objections est primordiale puisque : « *à l'amorçage des projets innovants, on défend plus une idée future* » (RB). Et donc la réaction aux différentes objections est révélatrice des compétences et de la qualité de la réflexion des porteurs de projets.

Les BA reconnaissent tous qu'ils ont des parcours différents et que c'est en confrontant leurs perceptions qu'ils peuvent affiner leur jugement et réduire la subjectivité. Le collectif permet une sorte d'apprentissage où les moins expérimentés bénéficient du bon sens des plus qualifiés. Très souvent dans l'instruction des dossiers, le réseau essaie d'avoir un comité composé d'une part d'un BA ayant une sensibilité avec le secteur d'activité concerné et d'autre part un BA avec un profil de financier. Les membres de ce comité auto-ajustent leur perception puisque les biais professionnels des uns sont atténués par les schémas de perception des autres : « *on va tous projeter nos schémas qui sont les mêmes ; on a tous eu des schémas dans lesquels on a fait des bêtises et ce qui est terrible c'est qu'on les reproduit... c'est justement l'intérêt de fonctionner à 2 ou 3 au niveau de l'instruction* »

(JPD). La mise en commun des compétences est ainsi au service de l'analyse scrupuleuse des dossiers, ce qui permet de lever les barrières de réticence individuelle à cette activité d'investissement : « *je fais confiance aux autres membres de l'association qui ont plus de compétences que moi* » (EMA). De plus, dans un fonctionnement où l'investissement final est la somme des participations individuelles personnelles comme celui au sein des réseaux de nos interviewés, avoir sa conviction personnelle n'a aucune valeur sauf si elle est partagée avec les autres collègues : « *sur un assemblé de petits investisseurs, on ne peut financer des projets que si on a un nombre importants d'acteur. ça ne sert à rien d'avoir sa conviction personnelle si les autres ne la partagent pas* » (GAZ). En formant sa perception, la finalité est de la confronter avec les collègues partageant les mêmes affinités sectorielles avec le projet mais aussi de convaincre les non-experts qui doivent se forger leur perception personnelle.

La nature collective ci-dessus décrite ne signifie pas l'existence d'une convention ou d'une régularité établie au-delà des procédures formelles. En effet, chaque cas de projet est unique et le comportement final n'est pas prévisible. La présence conjointe du collectif et d'une perception subjective orientée par la rencontre physique fait penser à une forme de rattrapage cognitif. Les instructeurs ont besoin de rencontrer les porteurs pour former leur ressenti individuel mais le collectif vient réguler cette subjectivité pour en faire une décision acceptable. Cependant, le risque autour de la jeune firme entrepreneuriale à l'amorçage n'est jamais nul : « *vous savez dans Business Angel il y a Angel et on sait très bien qu'on prend des risques, si on voulait que tous les dossiers réussissent on ne ferait pas ça* » (REN). Les BA savent qu'ils ont le droit à l'erreur tout en se faisant plaisir. Cet investisseur ne fuit donc pas le risque mais en a conscience et sait que c'est seulement un degré élevé de risque qui peut lui procurer des rentabilités élevées et cette sensation d'utilité sociale de son action. Il affronte l'incertitude à travers ce qui semble être un jeu entre le subjectif individuel et le collectif. Pour mieux comprendre ce jeu, nous nous attardons sur le contenu cognitif de la perception de ces opportunités d'investissement par le BA.

Tableau 24: Verbatim sur la nature de la décision des BA

<p><Internals\\Entretien BB</p> <p>Déjà c'est à la phase d'instruction qu'on va se pencher un peu plus sur le BP alors qu'avant on été sur un pitch et un executive summary.... un élément aussi pour minimiser le risque c'est d'avoir un process de sélection, vous avez le dossier quand il arrive, il est présélectionner sur différents critères, géographique, critère est ce que c'est le nième facebook dans ce cas ça ne sert à rien, ce sont vraiment les grands critère la valorisation, les sommes recherchées, qui ne sont pas réellement portés sur le contenu du projet. Après vous avez une présentation en pitch. S'il y en qui souhaitent aller plus loin, du coup ils vont aller en phase d'instruction et ça c'est vraiment les gens qui connaissent le</p>
--

secteur qui sont capables d'appréhender. Là ils vont entrer en phase d'instruction, il vont rentrer dans le BP, on va creuser.

<Internals\\Entretien DAD

le capital développement est un jeu d'enfant à coté de ce que nous faisons. Moi j'ai bien connu le capital développement, i.e la reprise d'affaires qui sont en bonne santé où quand vous visitez une boîte, vous rencontrez une équipe et vous voyez bien si c'est organisé, si ça a du poids, si ça a de la compétence, et très rapidement vous pouvez vous faire une opinion, pour savoir si vous êtes dans une 2chevaux ou dans une voiture de course ... on peut faire une comparaison avec les chevaux, si vous prenez un canasson qui est une bourrique il va pas vous faire gagner la course ; si vous mettez vos fesses sur un pur sang qui est entraîné et très vaillant, et qui a déjà gagné 3 fois le grand prix de l'arc de Triomphe à Paris, ... forcément il va gagner la course. Et bien là c'est pareil donc moi je dis que j'ai pas beaucoup d'admiration pour le capital développement ; en revanche en amorçage il faut faire preuve de beaucoup plus de subtilité, on ne peut pas établir de règles, c'est du bon sens, c'est de l'intuition, c'est de l'anticipation...c'est tout ça. Et ça c'est beaucoup plus subtil que la formule de Gordon Shapiro...

Ce n'est pas des nombres d'années, c'est des chiffres d'affaires et des résultats. Et quand vous avez une boîte qui ces trois dernières années a fait 10 millions de chiffres d'affaire ou plus et qui systématiquement a dégagé un Ebit de 6 ou 10%, vous regardez le secteur d'activité qui est porteur et quels sont les concurrents etc....vous avez rapidement la possibilité de vous dire ça va perdurer et même ça va s'amplifier : donc j'y vais !

<Internals\\MAL

Là on est dans de l'amorçage dans de l'entreprise innovante moi je vous dis le caractère réellement innovant de l'opération fait que les ratios les schémas traditionnels ne s'appliquent pas. On est dans une phase d'amorçage hors période stabilisé sur des projets sans référentiel précédent. Donc ce n'est pas par les ratios qu'on peut gérer les choses.

<Internals\\CHES

Oui on n'y arrive un peu. Là il faut être modeste mais on peut un peu savoir à peu près à qui on a à faire. Il y a un proverbe qui dit qu'après 40 ans on a la gueule qu'on mérite. Vous regardez c'est peu vrai. C'est à dire que si le type est instable ça se ressent, s'il picole ça se ressent, s'il fume beaucoup ça se ressent. S'il a une mauvaise hygiène de vie ça se voit, s'il est un chien fou ou s'il est abattu ça se ressent. Il y en a qui cachent bien leur jeu. Mais globalement on ne se trompe pas généralement. .

<Internals\\BEL

Tout à fait c'est l'ensemble de tous nos dialogues dans l'instruction, c'est entre 2 et 4 réunions à peu près. C'est l'ensemble de toutes ces réunions et de tout ce que j'aurai appris avec mes camarades instructeurs qui me permet d'obtenir le OUI ou NON ou le peut être.

<Internals\\SAR

Il faut poser des questions sur le marché, le produit, sur la technique, sur le plan de recrutement, des hommes qui vont accompagner l'idée, et là vous voyez bien s'il maîtrise ou pas et sa réaction. C'est à travers un interrogatoire et il n'y a jamais un interrogatoire type. Moi je suis BA et quand vous venez me voir, je vais vous demander qu'est-ce que c'est votre produit ? Je verrai la tête que vous allez faire en me répondant. Ensuite comment vous le mettez sur le marché ? et quels sont vos concurrents ? quels sont ci, quels sont ça ? je vais voir votre réaction et votre capacité à réagir. Mais cela n'est qu'une capacité à réagir. Ce n'est pas la réponse que vous allez apporter c'est votre comportement. Si vous faites du cinéma, je me ferai avoir. Ce n'est pas une science exacte l'humain.

<Internals\\LB

Alors, la mise en garde est toute simple : prendre du recul, être critique. Moi j'ai été instructeur sur un projet, je n'ai pas senti la personne, c'est mon mode de fonctionnement ; je ne sais pas si vous allez interroger d'autres BA ; mais moi c'est mon mode de fonctionnement ; j'ai été instructeur sur un autre projet, je n'ai pas senti la personne parce que j'ai posé des questions à un moment donné et je n'ai pas eu les réponses, j'ai douté de la sincérité de la personne et j'ai dit moi j'arrête je n'y vais pas !

<Internals\\REN

encore en même temps comme c'est souvent embryonnaire à l'état de projet, c'est toujours très difficile quoi. Vous savez dans business angel, il y a « angel » et on sait très bien qu'on prend des risques, si on voulait que tous les dossiers réussissent on ne ferait pas ça. On sait très bien que dans la bande, de bonne foi, il y en a qui vont complètement se planter. Afin on essaye quand même de prendre un maximum de précautions, on a progressé quand même et on a de moins en moins d'entreprises qui se cassent la gueule maintenant. Au début on en avait beaucoup qui se cassaient la figure maintenant on en a beaucoup moins. On a beaucoup plus de réussites.

Pour répondre à l'incertitude engendrée par le degré d'innovation et l'amorçage des firmes entrepreneuriales, les BA affirment développer une approche de décision subjective, intuitive, non planifiée, orientée par leur capacité de critique et les interactions physiques. Ce comportement est identique à celui qu'avait observé Mintzberg (1976) lorsqu'il étudiait les managers dans leur prise de décision. Il mettait en évidence l'importance du média verbal lorsque la décision est conduite par l'hémisphère droit du cerveau (celui de l'intuition). Ce type de média permet non seulement la lecture des expressions faciales d'un locuteur mais aussi un échange d'information en temps réel. Ainsi, l'importance de la capacité de critique et des interactions physiques au sein d'une approche de décision non planifiée par les BA montre que cette identification d'opportunité est conduite aussi par l'hémisphère droit du cerveau. L'approche est intuitive et les propos rapportés ci-dessus le prouvent.

En reliant ces propos aux résultats de nos observations, nous affirmons que ce comportement le conduit à transformer des faits situés en indicateurs pertinents pour prendre sa décision d'investissement. C'est ainsi qu'il crée du sens ou une interprétation plausible. Mintzberg (1976) insistait déjà sur le fait qu'il ne suffit pas d'attribuer le caractère intuitif à une décision pour affirmer l'avoir cerné. Il faut s'interroger sur le contenu des informations qu'utilise cet hémisphère droit du cerveau, ce qu'il en fait et le sens qu'il en extrait. C'est ce que nous essayons de faire dans la suite de ce chapitre. Nous allons plus dans le détail de ce qu'il convient désormais d'appeler « le jugement intuitif » ou « l'intuition » du BA pour identifier les opportunités d'investissement reliées aux firmes entrepreneuriales.

2.3. L'identification des opportunités d'investissement par le BA : les dimensions du sens créé.

La perception du potentiel des projets entrepreneuriaux en phase d'amorçage obéit selon nous aux principes de l'alignement structurel. Nous l'affirmons plus haut, c'est un mode de raisonnement qui conduit le décideur à inférer des valeurs non observables dans une situation à travers une transformation d'autres faits ou d'indicateurs observés. Dans cette opération de transformation, le décideur compare deux situations (source et cible) sur la base de similarités structurelles. C'est seulement après avoir établi ces similarités que l'inférence

des valeurs non connues de la cible peut se faire. En appliquant ces principes de raisonnement à l'identification des opportunités d'investissement en amorçage, nous allons dans les paragraphes suivants définir les dimensions de sens qui structurent l'intuition des BA en amorçage. Il s'agit d'une part de mettre en évidence les dimensions facilitant la compréhension d'une idée entrepreneuriale à travers les comparaisons structurelles et d'autre part de cerner les composantes de l'inférence du potentiel futur de l'idée. Ce sont les composantes de l'inférence qui fondent la décision finale d'investissement mais elle est cernée à travers les premières dimensions structurantes. Cette structuration du raisonnement permet de faire face à l'incertitude qui caractérise les projets entrepreneuriaux à leur phase d'amorçage.

Notre objectif est de mieux cerner comment le BA arrive à son intuition dans un tel contexte dépourvu d'informations pertinentes objectives. Il choisit dans son approche de placer au centre de l'analyse en amorçage les valeurs de l'équipe et nous allons voir en quoi consiste cette focalisation (2.3.1 et 2.3.2). Nous exposons ensuite les différentes similarités structurelles qui facilite les représentations de l'investisseur et comment elles facilitent l'inférence (2.3.3). Les mécanismes d'ajustements cognitifs utilisés par les BA au sein des réseaux sont évoqués dans une dernière partie (2.3.4.). Chaque dimension de sens est illustrée par sa structure de données pour montrer comment les propos des acteurs ont conduit à l'émergence de ces catégories.

2.3.1. L'identification des opportunités d'investissement : la dimension « EQUIPE »

Au cœur de l'instruction conduite par les BA se retrouve l'Homme ou le facteur humain derrière le projet. Face à une idée entrepreneuriale, « *L'investisseur n'y connaît rien en technique ou du moins dans cette technique-là, il n'y connaît rien sur le marché, sur ce marché spécifique ; mais il connaît les règles, les mécaniques, les logiques... la connaissance, on sait que le porteur de projet l'aura, donc si on ne l'a pas on s'en fiche ! C'est l'homme qui compte* » (JGS). Ce propos résume bien la pratique. Le BA détient un ensemble de logiques d'affaires, constituée à travers l'expérience. Celui-ci lui permet de voir si l'entrepreneur a entrepris les bonnes actions et s'il peut faire confiance à ses projections ou à son histoire ou s'il y a des choses cachées dans cette histoire qu'il ne maîtrise peut-être pas lui-même totalement. Les BA vont mettre au centre de leur démarche d'évaluation l'homme ou l'équipe porteur du projet. La finalité de l'instruction est de jauger quel degré de confiance accorder à l'équipe. La valeur du projet peut être inférée par la suite : « *Souvent si l'équipe elle est*

bonne, elle n'ira pas sur un projet où il n'y a pas de potentiel de marché, où il n'y a pas de barrières à l'entrée. Sinon c'est qu'elle n'est pas si bonne que ça l'équipe » (CC). L'humain est central et cette primauté s'exprime différemment selon les personnes interviewées. Il faut simplement évaluer l'équipe ou les personnes derrière le projet : « il n'y a qu'une chose qui compte c'est l'homme. Et partant du principe suivant, si l'homme est bon, il n'aura pas pris un mauvais projet, donc ce n'est pas la peine de juger le projet puisque le BA est incompetent pour le juger. Jugeons simplement l'homme...Est ce que vous avez vu des gens intelligents faire des bêtises ? non je parle de vraies bêtises. » (JGS). Selon LB, l'instruction « c'est surtout avant tout c'est la bonne personne ; parce qu'une bonne personne peut, si l'idée est correcte, faire quelque chose de super ». FAY tente une quantification en affirmant : « mon jugement c'est à 60% l'équipe parce que c'est le truc clé. Il faut avoir une bonne équipe c'est le point de départ. Même si le produit n'est pas bon, une bonne équipe saura rebondir et faire autre chose. Ils sauront s'adapter. Critéo par exemple ils ont fait 4 pivots avant de trouver leur positionnement. Ce qui fait que l'équipe est plus importante que le projet ». BRU de préciser : « Moi j'ai tendance à dire, il vaut mieux un projet moyen avec une bonne équipe qu'un super projet avec une équipe médiocre. Parce que si l'équipe est bonne et que le projet est médiocre, on arrivera en discutant à modifier le projet s'ils ont une idée judicieuse alors que si l'équipe est médiocre on ne pourra rien faire. Donc premier critère pour moi l'équipe qui dirige le projet ».

L'humain est volontairement mis au centre de l'analyse du BA. Cependant, saisir ce facteur ne relève pas d'une démarche cartésienne et numérique. Le BA doit fournir un jugement sur l'équipe à travers un processus qu'il décrit comme intuitif. Ce sont les valeurs humaines qui vont être inférées. Evaluer l'humain est une tâche très complexe, l'humain étant un concept très vaste. La tâche est d'autant plus complexe qu'il n'existe pas de relation antérieure de longue durée entre les investisseurs et les porteurs de projets. Comment le BA délimite donc la dimension « Equipe » ?

2.3.2. Les différents aspects de l'inférence vers l'équipe

La perception de l'« Equipe » se résume essentiellement à deux points d'inférences selon les BA : l'exécution et la vision (confère data structure). Une bonne idée entrepreneuriale susceptible de connaître une bonne croissance est celle qui est portée par une équipe dotée d'une vision pertinente et capable d'exécuter. Ces deux valeurs sont orientées vers le futur et sont approximées par le BA dans son raisonnement. Le BA évoque des

qualités des porteurs qu'il souhaite approximer pour envisager un bon développement de la firme entrepreneuriale. La structure des données sur la dimension équipe est représentée ci-après (figure 23).

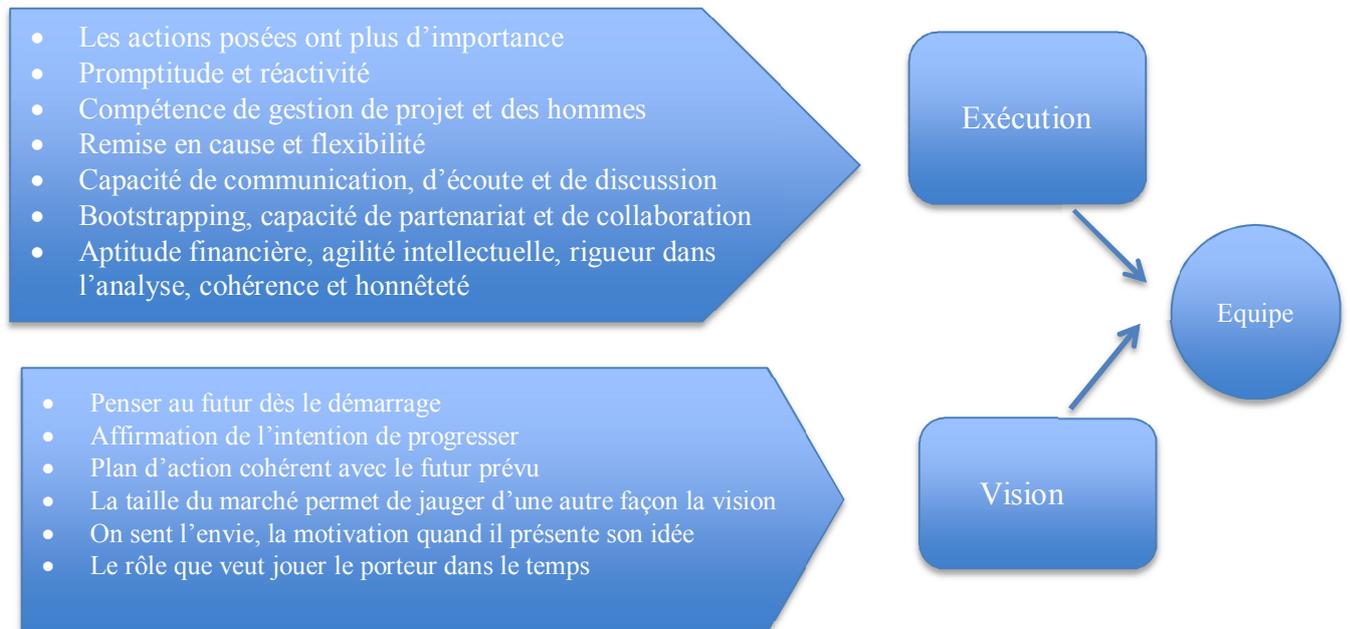


Figure 23: Structure des données relatives à la dimension équipe

2.3.2.1. L'intuition sur la capacité d'exécution de l'équipe

L'exécution se réfère à ce qui a été déjà fait pour prédire ce dont serait capable l'équipe pour la mise en œuvre de l'idée. Le BA préfère une équipe qui est dans l'action entrepreneuriale. Il faut avoir fait déjà quelque chose pour montrer qu'on peut avancer par la suite.

« Nous on intervient après l'étape de love money, donc on considère quand même qu'il y a eu un premier travail de fait, de formaliser le produit et ça ils peuvent ne pas l'avoir achevé, au moins que les gens ils réfléchissent à comment ils vont le vendre et qu'ils aient au moins testé leur concept même s'ils l'ont mis gratuitement à disposition. Donc c'est ces éléments là qu'on va regarder » (BRU)

La perception de la capacité d'exécution consiste à « flairer » le comportement futur qui fera de la firme entrepreneuriale une entité efficace. La précocité de l'intervention du BA

ne facilite pas cette perception de la capacité à exécuter alors que le projet n'a pas encore réellement commencé.

« ça dépend de ce qu'on appelle pas encore commencé. Déjà ils ont toujours commencé quelques choses. Ils ont déjà fait, je ne sais pas une page facebook, ils ont des like, ils ont déjà une campagne de crowdfunding ou ils vont en faire une, ils vont faire des petites campagnes, des petites vidéos, bref il y a toujours des éléments qui permettent d'évaluer leur capacité d'exécution correctement. » (AMA)

Tableau 25: Verbatim supplémentaires sur « la capacité d'exécution de l'équipe »

<p><Internals\Entretien DL</p> <p>Voilà exactement. J'ai une idée, j'ai une idée géniale, machin vous allez voir c'est une belle entreprise vous allez voir... si la personne n'a pas fait un minimum de démarche pour nous montrer qu'elle sait tracer une route et que elle a commencé à baliser un peu les deux cotés de façon importante pour penser à avancer c'est qu'il n'a pas la capacité de le faire plus tard quoi. S'il se repose que sur nous ça ne va pas le faire là. Nous on veut bien aider même techniquement et financièrement, mais des entreprises qui ont déjà des ouvertures d'esprit et une vision suffisamment claire de ce qu'ils vont faire quoi.</p> <p><Internals\Entretien LB</p> <p>enfin on voit qu'il bosse son dossier parce qu'à chaque fois qu'il nous remet un rapport sur « ce qu'il a fait ?, où il en est ? » on voit qu'il a bossé et en plus à chaque fois il a rencontré de nouveaux clients potentiels</p> <p><Internals\Entretien EMA</p> <p>Qu'est ce qui a été fait en amont. C'est à dire qu'on ne peut pas accompagner un projet si on a l'impression que le projet il n'y a rien pour l'instant. Qu'il y a juste des déclarations d'attention et des idées en l'air. Il faut déjà qu'il y ait quelque chose, même si c'est tout petit, il faut qu'il y ait quelque chose qui soit réel... Il faut que le créateur se mouille la chemise</p> <p><Internals\Entretien VEG</p> <p>oui c'est ça. En fonction de la maturité du projet, si elle est plus ou moins jeune, on comprend qu'il ait que quelques mois c'est normal. On part du principe que l'entrepreneur c'est quelqu'un d'exceptionnel. Il va faire beaucoup avec rien ou peu. C'est là au début qu'ils le prouvent le plus.</p>

L'exécution va donc s'évaluer en dépit du manque d'informations objectives. Divers aspects sont pris en compte par les BA durant l'instruction.

L'exécution peut être perçue à travers la rapidité et la réactivité des porteurs de projets au cours des réunions d'instruction. Les membres de l'équipe doivent prouver leur engagement et leur envie de vraiment entrer en relation avec les BA. Ceci va s'observer dans leur comportement avant et pendant l'instruction. Il faut être capable de défendre son idée et

d'apporter les réponses qu'il faut de façon sereine et naturelle : « *un projet entrepreneurial généralement, on défend l'idée d'un prototype mais on n'a pas un truc capable d'être produit en série donc il faut être capable de répondre à des objections* » (RB). Le processus d'instruction va durer quelques mois et le BA veut sentir une équipe qui évolue dans ses réflexions, ses actions, ses engagements initiaux (sinon les raisons de la stagnation). Les porteurs prennent des engagements et l'équipe d'instruction peut avoir des demandes particulières. Ils doivent donc agir dans le temps. Le *statu quo* sur l'avancement du projet au cours de la période de l'instruction peut rebuter les investisseurs. Si les choses n'évoluent pas comme envisagé par les porteurs, ce sera l'occasion d'attirer leur attention sur ces éléments aléatoires de la vie d'une entreprise qu'il ne faudra pas négliger : « *on a l'état qu'ils ont mentionné et puis voir au bout de deux mois où on en est pour ce portefeuille au bout de ces deux mois et demi à la fin de l'instruction. Et là on voit déjà, on voit un tout petit peu comment les choses se sont déroulées au cours de la période d'instruction* » (BRU).

Tableau 26: Verbatim supplémentaires illustratifs de « la réactivité et de la rapidité »

<p><Internals\\Entretien SAR</p> <p>Par contre juger un projet, c'est relativement facile par rapport au jugement qu'on peut porter sur un homme ; surtout dans une situation extrêmement particulière, où //on le voit dans un cadre qui n'est pas le sien, où il est craintif...et c'est là où son tempérament, sa réactivité par rapport aux questions que le jury lui pose ; quand je dis le jury, c'est pas forcément un comité, mais les gens qui sont en face de lui, quelle est sa capacité à réagir ? et c'est cette capacité à réagir qui doit être jugée.</p> <p><Internals\\Entretien EMA</p> <p>Le leadership c'est la façon dont se présente le ou les intervenants qu'on a devant nous...Justement quelqu'un qui ne soit pas trop rentre dedans, qui ne soit pas trop content de lui parce que un manager, il n'est pas là pour faire son chaud. Il faut qu'il soit aussi à l'écoute... La deuxième étape où il y a des questions réponses c'est important. Comment il réagit quand il est interpellé sur son projet. faut pas qu'il soit trop arrogant, faut pas qu'il soit complètement perturbé par les questions parce que s'il n'a pas d'assurance c'est un gros manque. Donc il faut qu'il soit suffisamment sûr de lui, suffisamment convaincu pour être convaincant, mais pas trop.</p>
--

La capacité d'exécution va se nourrir aussi de la capacité à gérer un projet. Le porteur doit « *être capable de piloter, de manager les hommes, de suivre, de serrer les boulons lorsqu'il y a la tempête ça veut dire réduire la toile, diminuer les besoins d'argent en capitaux, se mettre à la cape se mettre à l'abri* » (DAD). La gestion de projet nécessite d'avoir un plan d'action réaliste et cohérent. Le pilotage nécessite dans certains cas la mise en place d'un réseau de travail performant où le cœur sera le ou les porteurs principaux sans pour autant ralentir le processus. L'équipe doit alors être à même de fluidifier le flux d'informations pertinentes et la cohérence de l'équipe. Le management des hommes doit être

un acquis chez les porteurs de projet. Il faut être capable de gérer les hommes lorsqu'on est entrepreneur et cette aptitude peut mais pas toujours être évaluée à travers les expériences. Une personne qui a déjà occupé une fonction d'encadrement est perçue comme plus apte pour cette tâche managériale qu'un acteur qui a été perpétuellement dans l'exécution. Une entreprise est une aventure humaine qu'il faut savoir piloter. L'aptitude à manager consiste à gérer l'ensemble de la ressource humaine dans une firme entrepreneuriale à un moment donné : « *un bon entrepreneur, je vais chercher des compétences de management parce que une entreprise ce n'est pas juste des fondateurs, ça va être toute une équipe et il faut que la personne soit à même de diriger une équipe et qu'il n'ait pas de handicap sur ce côté là* » (FAY).

Tableau 27: Verbatim supplémentaires illustratifs du « besoin de leadership »

<p><Internals\\Entretien VEG</p> <p>oui c'est ça, il faut qu'on puisse leur faire confiance. On veut être sûr qu'il arrive à contrôler quoi. Ce n'est pas si on leur faire un chèque de 500 mille euros, dans 15jours, il n'y aura plus rien. C'est un des éléments qu'on regarde attentivement. C'est en toile de fond tout le temps et ça on le retrouve dans toutes les discussions. Est ce qu'il est sérieux quand même. Il faut qu'il y ait au moins 1 sérieux. Dans toute l'équipe, il peut y avoir des non sérieux mais qui sont très créatifs et etc. il faut qu'il en ait au moins 1 qui puisse tenir la baraque. Un qui sait serrer les vis.</p> <p><Internals\\entretien CAR</p> <p>la capacité de gestionnaire, ils ne l'ont pas. En fait c'est la vision stratégique qu'ils ont de l'entreprise. Souvent dans les projets innovants on fait un premier tour de table et très souvent on fera un second tour de table très rapidement. C'est qu'il faut qu'il puissent anticiper que dans je ne sais pas 15 mois il y a une seconde levée de fonds à faire. Si cette seconde levée de fonds est à faire en Juin 2013 par exemple, ne faudrait pas attendre Mars 2013 pour commencer par chercher les investisseurs. Il faut dès janvier commencer quoi. Ca le fait pour les projets innovants de faire entrer ou des BA ou des capital risque ou capital amorçage, nous on les structure sur cette partie là parce que c'est notre travail quoi. Et donc on leur apporte les compétences qui leur manquent sur cette partie là. Quand on va leur demander du reporting forcément, on les oblige à mettre en place ces tableaux de bord qu'ils n'ont pas forcément, ces tableaux de trésorerie quoi.</p>

Le prévisionnel de l'activité en amorçage, surtout lorsqu'on est avec des firmes entrepreneuriales, ne se réalise jamais. Ainsi, le porteur ne doit pas rester figé sur ses anticipations initiales. C'est « *quelqu'un qui sait se remettre en cause ... quelqu'un qui sait déchirer son business plan pour dire voilà on s'est planté, ... Ca c'est un critère important pour nous* » (CC). Selon CHES, « *se remettre en cause c'est reconnaître qu'on a un BP qui n'est jamais vrai* ». Cette capacité offre une certaine flexibilité dans la gestion de la relation future avec les investisseurs en vue de s'adapter à la conjoncture économique. De plus savoir remettre en cause c'est aussi être réactif. Il faut que l'équipe soit *alert* et qu'elle sache rebondir de la meilleure des façons. Les BA essaient de sentir cette aptitude en le challengeant

à travers de multiples interrogations et des *crashes tests*⁴³. Les porteurs de projets inflexibles n'attirent pas les BA surtout si le secteur d'activité visé est fortement concurrentiel et à fort degré d'innovation.

« *Il y a des secteurs où on a besoin d'innovation, de changer continuellement, de tâtonner, il faut que la personne soit ouverte d'esprit c'est à dire quand il tombe qu'il sache se relever, se dire ce n'est pas comme ça, c'est plutôt ça. S'il vient et il dit tout le temps je connais, je le sais j'ai 30 ans d'expérience, là on ne va pas aller plus loin quoi. Il n'est pas capable de se remettre en cause donc il ne correspond pas au secteur dans lequel il va. Après ça si c'est un secteur qui est moins innovant, c'est pas forcément gênant.* » (AMA).

Tableau 28: Verbatim supplémentaires illustratifs de « la capacité à remettre en cause »

<p><Internals\\Entretien CHAM</p> <p>J'ai un exemple d'une start-up (que j'ai financé et qui m'appartient toujours) : ils sont partis sur un premier projet, ils n'ont pas trouvé leur marché ; comme ils consommaient peu de cash, ils ont eu la possibilité d'être piloté sur un deuxième projet qui était dérivé du premier, pareil ils n'ont pas trouvé ; et ils avaient une idée, ils nous ont proposé une idée alternative mais ils n'avaient plus assez de cash ; ils nous ont dit : soit on arrête, on fait un dépôt de bilan propre, nous on repartira après mais vous vous avez tout perdu et nous aussi ou deuxième solution, on refait une levée de fonds avec vous et on repart sur cette idée-là ? on a regardé l'idée avec eux et on leur a dit « vous y allez » et on a fait une petite levée de fonds pour leur permettre de repartir ; et bien aujourd'hui ils ont du chiffre d'affaires (était il y a moins d'un an) et ils sont en train de lever des fonds avec un fond d'investissement et ils vont lever 1 million. Donc là encore, l'idée de départ n'était pas idiote mais ils n'ont pas fonctionné mais par contre il y a une équipe de gens qui s'acharnent et qui sont talentueux et ils ont fini par trouver la bonne piste. Tout ça pour vous dire que l'équipe c'est quand même l'essentiel.</p> <p><Internals\\Entretien INC</p> <p>Et puis enfin j'allais dire ce qu'on regardera c'est est ce que cette équipe est capable de changer d'objectifs parce que dans la réalité ça ne se passe jamais comme on l'a prévu et il faut une équipe qui soit capable de changer d'orientation et donc pas une équipe psychorigide qui reste à s'entêter dans un domaine qui n'est malheureusement pas celui qui va conduire au succès.</p>

La capacité à communiquer est une autre qualité de l'équipe. Il s'agit d'une aptitude très importante puisqu'elle prédit la capacité à vendre le nouveau produit aux futurs clients. Il faut que le porteur puisse exposer son produit de façon à orienter autrui et créer l'adhésion des autres. La finalité est de savoir convaincre des prospects qui ne s'interrogent pas sur leurs habitudes de consommation actuelle. C'est aussi une des raisons pour lesquels les BA organisent des *pitchs*. Il faut que le porteur raconte son histoire : « *Il y a des gens qui sont crédibles, il y en a qui le sont moins, qui savent peut-être pas suffisamment vendre leur idée* » (LB). Mieux communiquer peut parfois donner l'impression de duper mais pour certains BA

⁴³ Crash test : invalidation volontaire par les BA des prévisions présentées par les porteurs durant l'analyse de leur projet.

même s'il y a cette crainte, ils sont plus attirés par les vrais communicants pour une seule raison : « *c'est sûr qu'un communicant il a beaucoup plus de chance. Pour une raison simple d'ailleurs, car s'il est vraiment communicant, on se dira qu'il sera probablement un bon vendeur... quand on voit quelqu'un qui est très exubérant...même si on a l'impression qu'il nous vend un peu du vent, on est quand même intéressé car si vraiment c'est un bon communicant on se dit qu'il arrivera peut-être à vendre du vent* » (DEC). La communication s'évalue dans l'immédiat à travers la qualité des documents qui sont fournis.

Tableau 29: Verbatim supplémentaires sur « la capacité de communication »

<p><Internals\\Entretien DL</p> <p>On regarde déjà ce qu'il nous propose à nous dans l'immédiat, comment il communique avec nous. Quelque fois c'est idiot mais si vous avez une présentation en 3 ou 4 pages de l'entreprise avec une faute d'orthographe toutes les 3 lignes avec des dessins qui sont moches comme tout, qu'on n'ait pas envie de lire tout ça, déjà on se dit communication marketing il y a un petit problème. Maintenant si c'est un chercheur qui n'a pas encore fait appel à un support marketing, ça peut s'arranger on va simplement lui dire attention ...ça peut s'arranger ; attention faites-vous aider par un consultant ou une cellule d'innovation... pour essayer d'avancer avec ça. Nous on peut peut-être vous aider aussi.</p>
<p><Internals\\Entretien GAZ</p> <p>On donne entre 3 et 10 mn à des porteurs de projets, le temps que vous allez passer dans l'ascenseur avec quelqu'un pour vous donner envie d'y aller. C'est un exercice extrêmement difficile pour les porteurs de projet parce qu'il faut passer beaucoup de temps. Les échanges de questions réponses sont assez limités. Il y a des gens qui excellent dans cet exercice c'est à dire que quelqu'un qui est un bon communicant va avoir un avantage par rapport à quelqu'un qui ne s'est pas préparé à cette exercice-là. Beaucoup de projet ont du mal à passer dans ce genre de filtre mais il y a énormément de projets en Ile de France donc on ne peut pas passer 3 jours avec un projet.</p>

La communication est aussi nécessaire pour aller convaincre les membres de son réseau et les futurs salariés de la firme afin qu'ils viennent participer à l'aventure incertaine et stimulante de leur entreprise. C'est encore plus nécessaire puisque la capacité entrepreneuriale implique la fédération de ressources autour d'une idée défendue par le porteur : « *Quelque fois certains de nos porteurs de projet nous expliquent qu'ils se sont eux-mêmes entourés de tel ou tel spécialiste qui connaît bien leur domaine* » (BRU). Le porteur du projet doit être capable de mobiliser des acteurs dans son entourage au cours de sa démarche d'amorçage : « *Un porteur de projet seul, s'il sait s'entourer, vaut mieux qu'un porteur de projet qui a du mal à trouver avec qui travailler. Il y a des gens qui ne sont pas capables de travailler en équipe et dans l'entreprenariat c'est dramatique* » (CHAM). Il doit être capable de constituer un collège d'acteurs clés experts susceptibles de l'accompagner dans la prise de décision de sa firme. Toutes ces ressources doivent être réunies sans aucune promesse de contrepartie financière : c'est le *bootstrapping*.

Tableau 30: Verbatim supplémentaires sur « la capacité de bootstrapping »

<p><Internals\BEL> -</p> <p>On leur demande aussi par qui ils sont suivis. Souvent ils ont créé un comité stratégique dans lequel il peut y avoir des noms intéressants voir des stars du Web, des Xavier Niel etc, on leur dit d'accord, ils vous ont donné 25000 euros et maintenant que font-ils pour vous aider ? si la réponse est NON bon ça ne sert à rien. Si la réponse est oui c'est qu'ils y croient davantage que d'avoir gaspillé simplement 25000 euros. Ou j'ai tel président d'université parce que ça va dans le cadre de leur recherche. On voit des choses sur le cancer où le patron d'un CHU est spécialisé dans le cancer du sein qui s'est mis dans leur board ou le grand directeur de LOREAL ou de VINCI qui vient à titre personnel mettre 100000 dans la société. Ca ce sont des choses que l'on regarde. Donc c'est un peu le comité stratégique ou le comité de suivi, qu'ils se sont bien entourés. Ceux qui ne se sont entourés, c'est pas bon quoi.</p> <p><Internals\ENTRETIEN AMA</p> <p>Il y a un élément important qui est le <i>bootstrapping</i> c'est à dire la capacité de l'entrepreneur à fédérer autour de lui des gens, sans les payer entre guillemets, des personnes. Par exemple je fais une campagne de <i>crowdfunding</i> j'ai besoin des gens qui vont voter pour faire démarrer l'opération. Dans un autre cas, j'ai besoin de faire un salon, j'ai un stand, j'ai besoin d'avoir un super stand et j'ai pas les moyens de payer des membres d'un staff, et donc j'ai des copains qui vont accepter de passer 1 ou 2 ou 3 jours avec moi pour m'aider. Donc la capacité de l'équipe à fédérer autour d'elle des personnes pour l'aider mais aussi à fédérer autour d'elle des peintures, des gens qui sont réputés dans leur domaine parce qu'ils sont experts ou des patrons et là encore sans les rémunérer, est un élément clé aussi pour moi.</p>
--

L'aptitude à la discussion et à l'écoute doit être au cœur du comportement d'une équipe entrepreneuriale. Notre génération actuelle aurait perdu le goût de l'écoute des autres. Discuter c'est d'abord être capable d'écouter les autres, leur avis et objections. Par exemple, c'est en prêtant attention aux besoins du marché que le porteur de projet sera capable d'offrir le produit le plus adapté. Le potentiel d'une idée découle le plus souvent de besoins non exprimés publiquement sur un marché mais que le porteur a pu faire émerger en ayant provoqué la discussion en amont. L'écoute précède aussi la capacité à collaborer.

« *Quand on a des gens qui font une startup sans avoir cette capacité à aller voir et écouter vraiment les critiques constructives qu'on peut leur faire et bien ça donne des gens qui un jour arrivent et nous font un pitch et on les prend même pas en instruction, voire ils ne vont même pas jusqu'au pitch et ils sont éliminés avant sur dossier* » (CHAM).

Tableau 31: Verbatim supplémentaires sur « la capacité d'écoute et de discussion »

<p><Internals\BEL</p> <p>Ce que je regarde aussi sur la startup c'est quand on va faire tous ces échanges avec eux et on discute de leur business model, c'est à quel point ils écoutent et prennent des notes et disent ah on n'y avait pas pensé on va essayer ou ça c'est nul. Il y a bien une distance de réaction et s'ils n'écoutent pas ça veut dire que par la suite comme ils ne connaissent pas tout, ils n'écouteront pas mes conseils. Ils ont le droit de ne pas le respecter mais au moins les écouter. S'ils ne les écoutent pas là ce n'est pas la peine... il peut jouer mais ça c'est qu'ils ont fait pendant les 10 premières minutes. Mais après le naturel revient au galop. Quand on va passer 2</p>

heures de temps ensemble, leur stratégie qui était de dire oui à tout instant, ils l'ont complètement oubliée.

<Internals\\Entretien FAY

Moi un point clé c'est est ce qu'elles vont écouter les 2 ou 3 conseils que je suis susceptible de leur donner pendant une rencontre ? est ce qu'elles vont être à l'écoute de ça ou pas du tout ? ça va être des choses comme ça sur la partie écoute.

<Internals\\Entretien EMA

Il faut être à l'écoute ça ne veut pas dire qu'on doit accepter les idées de tous, mais ça veut dire qu'il faut tenir compte de ce qu'on vous dit et que en fonction de ça on peut modifier son opinion, mais faut pas non plus être une girouette c'est à dire faut pas changer d'avis en permanence. Mais il faut s'adapter et tenir compte de ce que disent les gens.

Le BA va sentir plus facilement la propension au partenariat si, dans leurs interactions, il perçoit un porteur de projet à l'écoute des conseils des autres acteurs autour de la table : *« c'est de l'empathie des choses comme ça. C'est comment est-ce qu'on sera avec cette personne ? moi un point clé c'est est ce qu'elles vont écouter les 2 ou 3 conseils que je suis susceptible de leur donner pendant une rencontre ? est-ce qu'elles vont être à l'écoute de ça ou pas du tout ? ça va être des choses comme ça sur la partie écoute. »* (FAY). Les propos suivants d'un entrepreneur rencontré confirment l'importance de l'écoute et de la discussion dans la démarche d'innovation : *« le plus dur c'est d'arriver à les faire parler ! moi en faisant parler mes clients, en leur présentant mes idées, mes dispositifs...ils m'ont apporté énormément, 80% de ce que je propose aujourd'hui ça ne vient même plus de moi ca vient d'eux... j'ai déjà mes produits à venir, mes innovations futures ; juste parce que je les ai écoutés et qu'ils m'ont dévoilé d'autres besoins »* (MF). Et donc c'est en étant capable d'écouter le marché, d'écouter ses collaborateurs que le porteur suscite l'intérêt des BA. Il faut qu'il démontre qu'il peut collaborer efficacement. Cette capacité renseigne sur la nature de la coopération au sein de l'équipe. La capacité à collaborer offre des indications sur le fait que l'équipe peut résister à la turbulence de la phase d'amorçage : *« Et aussi voir si dans ce développement, parce que on est face à des entreprises qui vont être amenées à s'adapter au marché, et donc c'est intéressant qu'il sache à la fois dialoguer avec les futurs clients et tenir compte des critiques du futur client. »* (BRU).

Tableau 32: Verbatim supplémentaires sur « la capacité à collaborer »

<Internals\\ MIC

Oui tout à fait voilà. Si on sent qu'un entrepreneur n'a pas le souhait de collaborer de façon étroite, c'est effectivement un mauvais point. Il ne peut pas à la fois nous démarcher et à la fois nous donner le sentiment que ça va être compliqué avec lui. Soit il nous démarche et il va jusqu'au bout de sa démarche et on a le sentiment d'une collaboration efficace, soit il ne nous contacte pas. S'il fait les choses à moitié, nous on ne croira pas en lui.

<Internals\\Entretien BB

Et puis la relation BA-entrepreneur, on est là pour accompagner l'entreprise pendant 5 à 7 ans en moyenne, à partir de là si on n'a pas un bon fit avec l'équipe, ce n'est même pas la peine quoi. On a l'habitude de dire que le pacte d'actionnaires donc la décision d'investissement est un mariage entre l'entrepreneur et les BA. Donc c'est un peu ça.

<Internals\\entretien CC

Après quelqu'un qui est dans le partenariat qui n'est pas là seulement pour trouver de l'argent, qui n'est pas là seulement pour nous informer quand il y a un problème ce n'est pas une équipe qui va donner envie au financier pour accompagner le projet.

Une autre aptitude évoquée par les BA est l'agilité intellectuelle de l'équipe. Cette dernière va permettre de découvrir une opportunité de business là où d'autres sont ignorants. C'est la faculté à détecter la pièce manquante dans une chaîne de valeur, à s'ouvrir à des domaines étrangers à ses expériences, à discuter intelligemment avec d'autres personnes, à synthétiser et à créer. Entreprendre c'est avant tout voir autrement. L'agilité intellectuelle est à la base de la nouveauté des idées entrepreneuriales : *« je pense qu'ils ne sont pas les premiers à faire ce qu'il propose, mais ils le font avec intelligence dans la mesure où ils s'appuient sur les pompiers et les postiers et ça c'est nouveau et ça s'est bien »* (CHES). Être agile dans la réflexion, c'est être capable non seulement de déterminer aujourd'hui un besoin mais de pouvoir l'adapter continuellement à l'évolution de l'environnement économique. C'est être capable de *« se mettre dans l'état d'esprit d'une autre personne et adapter son raisonnement à celui d'autrui »* (RB). Les individus qui veulent obtenir le soutien des investisseurs doivent être *« malins et astucieux »* (DAD).

Tableau 33: Verbatim supplémentaires sur « l'agilité intellectuelle »

<Internals\\Entretien RB

Oui et puis ça nécessite que le porteur soit agile intellectuellement. Dans le cas que je vous ai cité le porteur était un ingénieur mécanicien à la base, mais elle a su convaincre les économistes de santé, les chirurgiens, et donc je me suis dit ben voilà quelqu'un qui est certes un ingénieur mécanicien de formation mais qui a envie d'entreprendre, qui sait parler convaincre des économistes, qui sait parler et convaincre des économistes...C'est quelqu'un qui a des compétences et l'esprit adaptatif pour entreprendre quoi.

<Internals\\MAL

Le porteur il est tellement focalisé tellement le nez dans le guidon que envisager des hypothèses de plan B, ça ne lui vient pas spontanément. Donc effectivement dans le questionnaire qu'on va avoir avec le porteur de projet, on peut avoir à suggérer des versions alternatives et voir si la personne est capable d'avoir une réponse un peu structurée sur pourquoi oui pourquoi non de l'hypothèse alternative

Les personnes agiles intellectuellement peuvent adopter un raisonnement cohérent et rigoureux, ce qui est essentiel dans une démarche de communication. La cohérence et la rigueur s'évaluent à travers les données chiffrées fournies dans le *business plan* : « donc à travers la cohérence des chiffres du Business plan, on va voir une fois encore si le porteur de projet est cohérent dans son raisonnement, s'il a de la solidité ; c'est ça que ça révèle. » (DAD). La cohérence implique une transparence, c'est-à-dire une concordance entre ce qui est dit par les porteurs et ce qui apparaît dans les documents fournis.

« Typiquement quand vous parlez de choses concrètes, moi ce que je fais, c'est que j'ai déjà lu les documents qu'ils ont envoyés et on essaie de voir si le discours est cohérent avec l'écrit déjà. S'il y a eu des changements, il faut qu'ils nous expliquent pourquoi ça a changé, c'est donc une certaine transparence dans l'information donnée » (BRU)

La rigueur implique l'analytique qui elle-même prédit le potentiel d'une compétence financière. Loin d'être un expert, le porteur doit comprendre les logiques sous-jacentes à ces chiffres, s'en inspirer dans l'exposition de son idée et éviter certaines erreurs. Les interrogations peuvent paraître débiles au lecteur mais visent à cerner la rigueur et la cohérence dans le raisonnement : « un BP sans TVA, vous n'avez pas 20% de marge là. Ça veut dire que la marge est bouffée ou quoi, qu'est ce qui se passe quoi ? à mon avis c'est une grosse erreur de leur part » (CHES). Lever des fonds implique des financiers et donc la rigueur que les porteurs peuvent avoir renseigné sur leur capacité à cerner le langage des investisseurs actuels et futurs. La rigueur et l'agilité intellectuelle sont aussi des proxys de la capacité à apprendre de l'équipe. Sur les projets de firmes entrepreneuriales en amorçage, l'entrepreneur doit montrer qu'il maîtrise déjà une partie de son projet mais aussi qu'il peut aller sur la partie inconnue ou incertaine de son idée.

Tableau 34:Verbatim supplémentaires sur « la rigueur, la maîtrise des chiffres et la cohérence»

<p><Internals\Entretien avec RB</p> <p>Je regarde après s'il sait donner des éléments de chiffrage c'est le BP même si ce n'est pas pour moi l'élément le plus important quand même, mais que le gars sache pourquoi il a besoin de lever des fonds. Un des trucs à ce stade qui fait que souvent j'ai très peur c'est des gens à ce stade-là qui vont lever des fonds parce qu'ils en ont besoin et qu'ils ont compris ce qu'ils allaient en faire mais parce qu'on leur a dit qu'il fallait faire ça et qui du coup ne mesurent pas tout l'impact que ça va être, à la fois positif que négatif, que de mettre d'autres personnes dans son capital, des gens qui vont mettre le nez dans ses affaires et qui vont demander une part de pouvoir de contrôle.</p> <p><Internals\Entretien FAY</p> <p>C'est être capable de monter un business plan, être capable de comprendre les chiffres, être</p>

capable de comprendre toute la logique financière, pas forcément avoir toutes les connaissances parce que ça peut s'apprendre, mais en tout cas avoir la possibilité d'apprendre, donc être analytique, être rigoureux, et d'avoir un peu de base on va dire en finance... Plus que la connaissance, moi je m'intéresse au potentiel de, au potentiel d'acquérir ces compétences. Si la personne n'est pas analytique, si la personne n'est pas rigoureuse ce serait compliqué pour elle de le devenir. Ce sera un point négatif de mon côté.

<Internals\BEL

Dans le business plan on pose les questions à savoir comment les chiffres ont été obtenus donc on recoupe un peu sur le BM. On regarde ceux qui se trompent en disant par exemple, je prends une commission de 15% sur toutes les ventes et on nous donne le chiffre des ventes. Notamment ce n'est pas ça leur chiffre d'affaires. Leur chiffre d'affaires c'est 15% qu'ils touchent. Donc il y a ceux qui essayent de nous rouler un peu en mettant des chiffres fantastiques. Evidemment si ce n'est que 15% le chiffre qu'il nous donne est 8 fois trop élevé par rapport à ce qu'ils ont réellement. Donc là, on n'apprécie pas du tout. C'est à dire qu'on leur demande d'être complètement transparent, de nous donner les vrais chiffres parce que on va être associé avec eux. Donc ils ne peuvent pas commencer sur du mensonge.

La capacité d'exécution du projet regroupe donc les aptitudes de gestionnaire de projet, de communication, d'écoute et de discussion, de manager, d'agilité intellectuelle, de rigueur et de cohérence. L'instruction va conduire à flairer, à avoir une intuition sur ces aptitudes-là de l'équipe. Ce sont des valeurs que le BA veut voir chez la bonne équipe entrepreneuriale.

2.3.2.2. *L'intuition sur « la vision de l'équipe »*

L'interrogation ici porte sur les motivations réelles et la foi d'entreprendre des porteurs de projet durant l'instruction : *« on n'est pas là pour financer des projets qui occupent certaines personnes et qu'ils auraient eux-mêmes largement les fonds pour financer avec leurs proches. »* (BRU). L'équipe doit porter une vision du marché qu'elle doit partager avec les investisseurs.

L'individu porteur du projet souhaite-t-il développer une activité pour son confort personnel ou veut-il se mettre au service d'une idée entrepreneuriale qui peut potentiellement se développer sans lui ? La vision est donc une motivation à l'aventure entrepreneuriale. Un porteur de projet a une vision pour son entreprise lorsqu'en amont du démarrage de son activité, il a pensé au futur de sa firme et a conduit une réflexion pour savoir comment elle va évoluer. Il doit développer un programme de recrutement pertinent pour son projet tout en sachant que le recrutement dans la firme entrepreneuriale en amorçage n'est pas aisé. Il faut

savoir attirer les bonnes personnes et de la bonne manière. Par exemple penser à un système d'intéressement au capital, ce qui suppose que le porteur soit disposé à partager sa propriété.

Le visionnaire c'est celui qui ne va vouloir s'arrêter dès la première occasion et essayer de récupérer de l'argent : « *ceux qui voient très court terme et qui n'ont pas de vision de là où ils vont par exemple qui attaquent un marché sans mesurer sa taille, c'est-dire que le marché est tout petit et qui au final prennent 100% du marché au mieux ils ont monté une TPE de 3 à 4 personnes* » (FAY). La vision c'est de la projection et de la planification. Il faut démontrer sa foi d'entreprendre, sa volonté et celle-ci se sent dans la manière dont le porteur présente son idée : « *la motivation, il y a des choses qui sont tout à fait non mesurables mais il y a des gens quand ils vous parlent vous sentez qu'ils font ça parce qu'ils ont envie quoi. Ils ont quelque chose d'intéressant, ils sont motivés, ils ont envie* » (DL). L'équipe doit suffisamment croire elle-même à sa vision afin de la vendre à d'autres. Les porteurs qui ont une vraie vision sont des individus qui « *ne vont pas rester dans une idée étroite, ils ont l'intention de progresser, de se développer, d'élargir l'entreprise sur autre chose parce qu'on sait que si on tape sur une niche tout le temps, on peut rapidement se faire bouffer* » (DL). La vision doit donc exprimer la flexibilité dans la réflexion de l'équipe. Les projections sont discutables mais le fait d'en avoir dès le départ démontre la motivation des porteurs.

La foi d'entreprendre c'est une force intérieure ou une énergie qui vous permet d'aller jusqu'au bout. Il faut avoir de l'ambition et savoir se projeter. L'horizon vu par l'entrepreneur doit se décliner sous forme d'entonnoir. Il faut partir aujourd'hui d'une idée précise qui représente l'axe principal mais, progressivement, il faut penser à l'enrichir et à le déployer aussi bien en termes de ressources de travail que de marché. L'entrepreneur doit tenir des propos similaires à ceux-ci : « *Dans 15-20 ans, voilà ce que j'aimerais être le mec qui va bouffer Apple quoi. Ensuite pour arriver là dans 15 ans, où faut-il que je sois dans 5 ans ou 6 ans c'est à dire son plan l'horizon stratégique. Et ensuite s'il faut arriver là dans 6 ans, où dois-je être dans 2 ans, l'horizon tactique* » (DL). Le ou les porteurs doivent prouver qu'ils ne vont pas s'enfermer dans un « petit truc » ou dans un coin et présenter un plan pertinent et cohérent sur le futur. La vision doit donc exprimer la flexibilité dans la réflexion de l'équipe. Elle doit présenter un plan de développement qui présente les réadaptations continues nécessaires pour garder son avance sur le marché. Une vraie vision n'est pas contraignante. Elle doit être le plus juste possible en « *n'empêchant pas qu'elle puisse changer à terme d'où la scalabilité ou le pivotage* » (BB). Elle sert de gouvernail de l'action. Exprimée sous forme de business plan, elle sert à communiquer et à mobiliser les ressources. La vision c'est donc l'idée de la performance qu'on a de son entreprise mais jamais elle ne servira à mesurer cette

performance *a posteriori*. « *Je n'ai jamais eu un patron qui 5 ans après me disais votre BP là vous m'avez écrit que... Ca n'existe pas ça, c'est du pipo* » (VER)

Le plan de développement peut s'orienter vers l'international ou pas, l'essentiel étant que la stratégie soit inscrite dans une recherche de croissance permanente et pertinente de l'activité. La vision est donc l'idée de la performance qu'on a de son entreprise. Certaines fois, l'équipe ne l'a pas et il est important de la faire travailler là-dessus et voir comment elle réagit. C'est aussi une occasion de tester la souplesse intellectuelle des acteurs.

Tableau 35: Verbatim supplémentaires sur « la vision »

<Internals\ENTRETIEN AMA>

Si je reprends l'exemple de la gestion de boîte mail, si on est sur la gestion globale de boîte mail, c'est un gros problème avec un gros marché, très concurrentiel certes mais voilà. Si par contre je fais uniquement une signature plus jolie dans les mails, on est très précis. Si la personne me dit moi je fais que de la signature, elle me dit c'est la façon que j'ai identifiée de me lancer sur le marché et d'ailleurs je vais ramener une nouvelle façon de gérer mes mails à travers des produits auxquels j'ai pensé, là je trouve que ça c'est bien. Pour moi c'est important qu'il y ait une vision et derrière cet aspect quand on est sur des marchés innovants, le problème auquel vous essayez de répondre n'est pas forcément verbalisé explicitement. Du coup la capacité de la personne à avoir une vision du marché, en disant par exemple toujours avec mon exemple d'email, demain on ne fera plus de l'échange de mail mais on va faire ceci cela, c'est lui qui va imposer sa vision du marché et donc qui va créer un facteur d'attraction pour des personnes qui n'auraient pas eu forcément besoin de son produit. Et les personnes qui seront attirées par la vision que la personne propose vont donc acheter son produit. C'est la capacité à emmener sa vision et en plus à la formuler pour convaincre les clients à adhérer à son produit, pour moi c'est extrêmement important.

<Internals\Entretien avec GAZ> -

La vision c'est comment la personne veut développer son entreprise. On demande aux gens comment vous vous voyez dans 2 ans dans 3 ans. Les gens ils démarrent avec une idée un produit, ce produit s'il a un marché en 2015, il n'y a aucune raison pour qu'il ait un marché en 2016, 2017

<Internals\Entretien BB> -

C'est aussi les perspectives de développement à long terme. Est ce que c'est développer quelque chose pour après être pénard et qui attendent que ça se passe parce que le chiffre d'affaires qu'ils développent n'est pas forcément grand chose mais ça suffit bien pour gagner du cash et se faire un bon salaire en tant qu'entrepreneur ; ou est ce que on est sur quelque chose ou j'ai envie vraiment de faire plus, j'ai envie d'aller plus loin et j'ai vraiment des grands projets à long terme. On va être plutôt sur la deuxième typologie que sur la première.

<Internals\Entretien CHAM>

donc si c'est un marché qui est local ; typiquement si vous ouvrez un magasin la clientèle elle va être locale ; nous on considère que c'est pas une start-up, que ce n'est pas quelque chose qui va performer donc nous ça ne va pas nous intéresser, on ne va pas la financer ; si c'est purement

français, franco-français, c'est déjà un terrain de jeu intéressant mais ça l'est moins que si c'est européen voire mondial. Ça c'est pour les perspectives ; donc oui si vous êtes sur quelque chose de digital, le digital ça va s'adapter plus facilement aux pays étrangers, il va y avoir des problèmes de langues mais ça ça peut se surmonter, il va y avoir des problèmes d'usages éventuellement qui ne sont pas les mêmes d'un pays à l'autre mais ça ça peut s'adapter ; donc on va regarder ces éléments là pour essayer de comprendre si effectivement on est dans le contexte d'une entreprise qui a un avenir très large, un marché potentiel très large.

<Internals\Entretien EMA>

la vision c'est au delà des aspects techniques, quotidiens. C'est jusqu'à où on veut aller. c'est ce qui donne de la dynamique et de l'élan aussi. La vision c'est il faut y croire pour que les autres y croient aussi.

<Internals\Entretien avec BRU>

Bien entendu ce qui compte le plus et ce n'est pas toujours facile c'est de comprendre les motivations des gens et pour vous donner un exemple que j'ai moi-même suivi, j'ai accompagné pendant de nombreuses années 2 porteurs de projet, projet qui me paraissait attractif et avec des gens qui y croyaient beaucoup. Et je me suis rendu compte un peu tardivement qu'elles avaient une assez bonne implication dans leur projet mais pas avec l'idée de gagner beaucoup d'argent. Donc si vous voulez sans viser de développer assez leur projet. Au fait, elles n'avaient aucun besoin de gagner de l'argent, elles avaient des maris qui étaient bien rémunérés et donc elles faisaient ça plus pour s'occuper que pour développer une entreprise. Je résume un peu brutalement les choses mais pour vous dire qu'on attend aussi du porteur qu'il ait lui-même envie de développer l'entreprise, faire du CA et eux même de gagner leur vie de façon un peu correcte.

Le BA préfère le porteur de projet qui reconnaît être légitime pour porter son affaire jusqu'à un certain point (pas être là pour toujours) et ensuite va chercher à passer le relais ou s'entourer des acteurs compétents pour permettre à son entreprise d'aller vers d'autres horizons. Quand on a des objectifs de croissance élevée, il n'est pas concevable que l'équipe devienne un obstacle à ce développement. Il est préférable d'avoir des gens qui peuvent s'entourer et faire continuellement challenger leurs idées. Tout le débat sur l'ouverture d'esprit, le *bootstrapping* et la capacité à collaborer qui sont abordés ci-dessus reste valide. La centralisation de la décision dans une firme qui se veut entrepreneuriale est un mauvais indicateur pour les investisseurs en capital. Un profil de « *serial entrepreneur* » est parfois un indicateur pertinent dans cette perception parce qu'il montre cette capacité à passer le relais quand c'est nécessaire. La capacité d'exécution doit être au service de la vision de l'équipe.

« Avoir conscience de là où il n'est pas bon et sa capacité à s'entourer... Les gens qui me disent je vais porter ce projet à long terme à la limite je me méfie. Je préfère qu'ils me disent je pense qu'il y a plusieurs étapes à franchir pour faire grossir la boîte et je suis légitime pour porter la boîte pendant 2, 5 ou 10 ans et puis après il faudra que je passe la main, il

faudra que j'entoure d'autres personnes, il faudra que je passe le relais, ça ça me va très bien » (RB).

La vision et la capacité d'exécution, qui sont inextricablement liées, délimitent les frontières de l'« Equipe » que nous définissons plus haut dans la perception des opportunités d'investissement par le BA en amorçage. Elles sont les valeurs de l'humain que l'investisseur veut approximer. La vision et la capacité d'exécution sont l'objet de l'empathie du BA envers les porteurs de projets, c'est-à-dire qu'elles ne sont ni mesurables ni explicables objectivement. L'extraction ci-dessous montre la centralité de ces deux valeurs de l'équipe (figure 24). Cette figure est construite par Nvivo qui crée des liens entre les liens que nous avons directement codés dans les matériaux. Elle nous aide à valider les deux valeurs principales qui délimitent l'« Equipe » et à identifier les paramètres participant à l'approximation de ces dernières. Ce que montre cette extraction est conforme aussi notre intuition du chercheur qui a émergé au fur et à mesure que les entretiens avec les BA se poursuivaient. Ce processus continu d'interprétation est un des avantages de la méthode de recherche qualitative interprétative.

La vision et la capacité d'exécution ont des valeurs incertaines qui doivent être prédites et autour desquelles il faut créer du sens. C'est sur elles que porte l'intuition exprimée par les BA au moment de la décision d'investissement. Elle va définir la confiance entre l'investisseur et le porteur de projet. Cette intuition se nourrit des interactions entre le BA et les porteurs de projet. L'intuition finale advient à travers un certain nombre d'opérations cognitives simultanées durant la phase d'instruction des dossiers. Ce sont les regroupements de ces opérations cognitives qui forment les dimensions du sens créé par le BA. Pour les rendre explicites, nous les présentons de façon successive mais nous nous défendons contre toute idée d'évaluation cartésienne ordonnée.

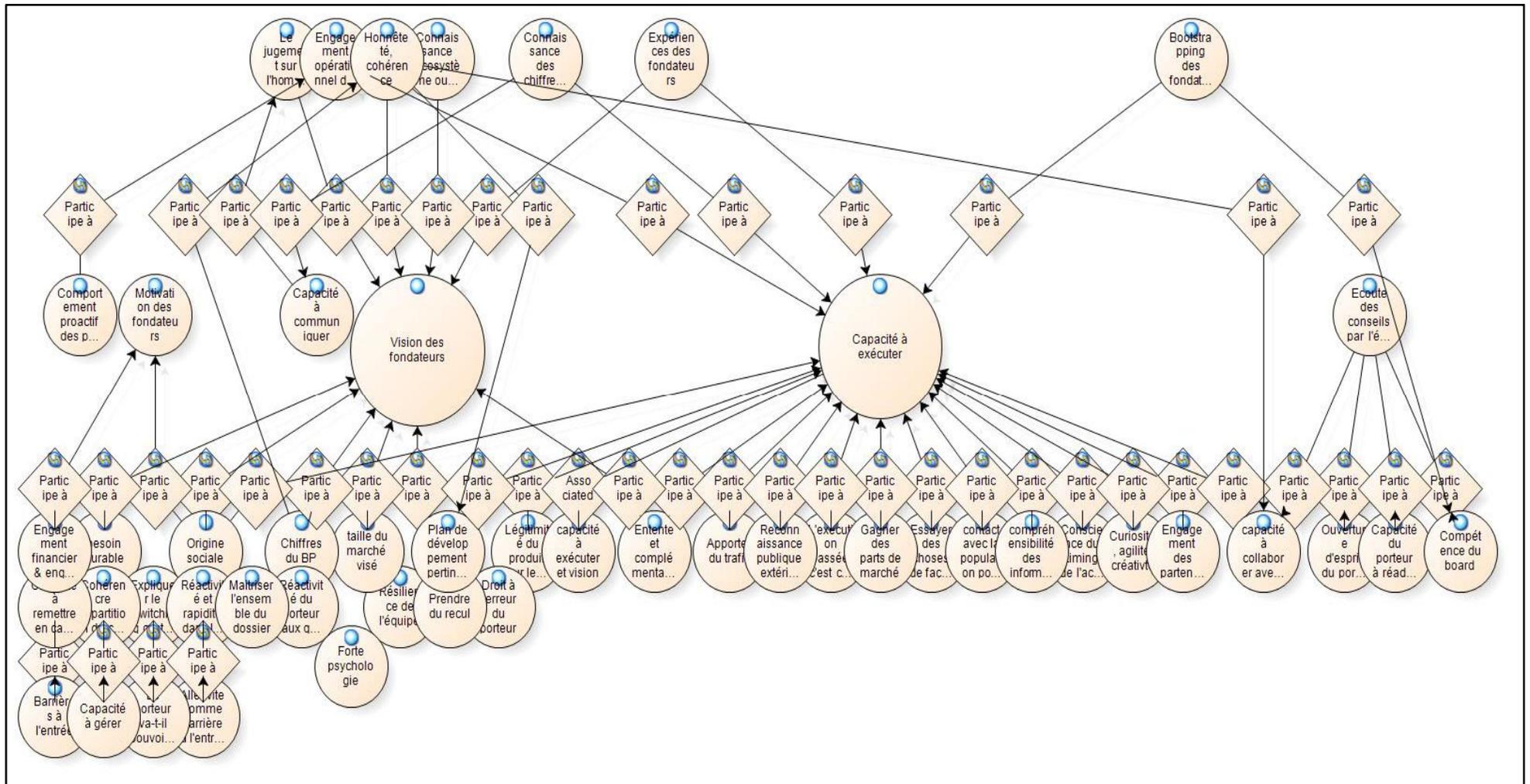


Figure 24: Extraction issue de Nvivo montrant les liens entre les différentes valeurs humaines, la vision et la capacité d'exécution (onglet exploration dans Nvivo 10)

2.2.3. L'évaluation de la capacité d'exécution et de la vision de l'Equipe

Un entrepreneur affirmant son aptitude à exécuter et la pertinence de sa vision envoie un bon signal mais ceci n'est pas suffisant. Le BA a besoin de preuves qui soutiennent les déclarations : « *la vision en elle seule ne suffit pas à part si on est avec du love money où le côté affectif importe, sinon ça ne suffira pas. Il faut une vision avec des arguments incontournables. Une vision qui est en train de s'opérationnaliser* » (MIC). Ces propos montrent qu'il y a bien sûr de l'empathie qui compte mais aussi des faits doivent venir conforter celle-ci. Nous détaillons ci-dessous les différents éléments liés à la perception des valeurs de l'équipe. Nous décrivons aussi comment ils sont utilisés dans le processus d'identification des opportunités d'investissement dans les firmes entrepreneuriales.

2.2.3.1. Les antécédents

La perception du BA peut toujours s'ancrer dans des indicateurs existants *ex ante* à savoir les caractéristiques individuelles des entrepreneurs, le degré de complémentarité de l'équipe et le capital social. Ils permettent d'avoir une base pour le travail cognitif durant l'instruction. Ci-dessous, la figure 25 montre la structure des données résumant cette dimension.



Figure 25: Structure des données relatives à la dimension « antécédents »

2.2.3.1.1. Les caractéristiques individuelles des entrepreneurs

L'âge, l'apparence physique, la santé psychologique et les expériences sont des paramètres décrivant les porteurs de projet individuellement et qui forment un point de départ de la perception du BA. L'âge donne une indication sur la force physique requise pour

exécuter un projet. Les plus jeunes sont perçus comme plus dynamiques. Ils sont souvent plus dynamiques et crédités d'une certaine présence physique : « *ils sont toniques et ils se remuent bien, c'est bien pour une entreprise* » (CHES). Cependant, ils manquent d'expérience pertinente. Un entrepreneur ayant une vingtaine d'années ignore un peu les vrais problèmes de la vie entrepreneuriale selon les propos d'un BA « *on sera plus prudent parce que par définition, ils ont moins d'expérience et en plus ils n'ont jamais rencontré de vrais problèmes, ils ne voient pas venir les problèmes* » (DEC). Ceci peut être dangereux puisque le démarrage d'une firme entrepreneuriale est loin d'être un fleuve tranquille. L'apparence physique de l'entrepreneur âgé est une variable importante de la perception du BA. Le porteur étant l'actif clé d'une firme innovante au démarrage, il s'agit de savoir s'il gardera pendant longtemps sa tonicité pour assurer le développement de son idée. Age et forme physique sont donc liés.

Le BA prend aussi en compte la solidité mentale des porteurs. Il peut être un repoussoir à cause des turbulences qui caractérisent l'amorçage de l'entreprise. Durant les premières années de vie, les choses se passent rarement comme prévues avec généralement plusieurs phases de réadaptation. La force mentale est donc un atout pour affronter les différents soubresauts. L'individu est clé puisqu'il est le seul détenteur des connaissances nécessaires au bon déroulement du projet et, si nécessaire, à sa réorientation. Les soupçons de *burn out* doivent donc être écartés au maximum dans la mesure du possible. Selon DAD, « *si on voit que quelqu'un est un peu fragile sur le plan psychologique, évidemment qu'on stoppe tout* ». Le BA veut être un accompagnateur de projet innovant et non un dirigeant de l'entreprise. Il ne veut donc pas se retrouver à diriger une idée dont le porteur est faible psychologiquement.

L'expérience est un paramètre dont l'importance absolue est très contrastée par les investisseurs interviewés, mais qui ne se dissocie pas totalement de l'âge, du physique et du mental. Pour la plupart des BA, ce qui importe c'est ce que l'entrepreneur va être capable de faire demain et non ce qu'il a déjà fait. Les domaines de compétence ont de l'importance mais il n'est pas exigé que le projet se développe dans le domaine d'expérience du porteur. Il existe des situations où l'idée résulte d'un souhait de reconversion. Plutôt qu'une expérience spécifique, c'est l'existence d'une sensibilité minimum à l'activité visée qui est un pré-requis. Cette sensibilité peut avoir diverses sources : une passion, les études, une influence familiale etc. L'expérience professionnelle ne va pas constituer un facteur discriminant de la perception. Le plus important, c'est cette sensibilité aux choses et la compréhension d'un certain nombre d'éléments sur la vie de l'entreprise.

« Plus la formation est bonne plus l'expérience en phase avec le projet sont nombreux, mieux c'est. Maintenant ce n'est pas un critère éliminatoire. Si la personne n'a pas encore d'expérience mais elle a réussi à monter un projet, on va le regarder. » (DUC)

Le BA va porter son attention sur l'expérience entrepreneuriale si elle existe. Il est important de connaître les cas d'échec et de réussites passés afin d'interroger le porteur là-dessus. Le porteur de projet doit être capable d'argumenter sur les différentes configurations qu'il a connues. L'essentiel est de pouvoir montrer des aptitudes orientées vers le futur donc l'aptitude d'exécution. Les porteurs doivent pouvoir relater leur trajectoire de vie permettant de motiver les choix entrepreneuriaux et ainsi la vision qu'ils ont. Plus haut, nous affirmions que le BA peut avoir une préférence pour les *serial entrepreneurs* parce qu'ils sont plus motivés par la croissance de la firme. Une telle expérience est un bon indicateur pour le BA. Il faut remarquer que ni un nombre spécifique d'années d'expérience ni un domaine particulier de connaissance ne constituent des déterminants d'un bon entrepreneur durant l'amorçage (ces paramètres n'ont jamais été évoqués). Finalement, ce qui compte c'est une cohérence de parcours : « ce n'est pas vraiment l'âge ou l'expérience qui m'importe c'est plutôt la cohérence entre les différents trucs que vous avez listés âge, expérience, niveau d'étude etc. » (RB).

Ces variables individuelles vont donc être plus étudiées comme un tout cohérent qui forme une base de départ vers l'évaluation de la capacité d'exécution et de la vision des entrepreneurs. Elles sont donc utilisées par le système intuitif dans l'approximation des valeurs de l'équipe.

2.2.3.1.2. La complémentarité d'une équipe

L'équipe elle-même se définit à travers une complémentarité entre des associés afin de mener à bien une idée entrepreneuriale. Il existe rarement un individu complet : « je parlais d'un homme c'est une équipe qu'il faut juger. Il n'y a que des gens complémentaires, un homme seul n'existe pas ; ne peut pas exister, ne peut pas avoir tous les talents ; c'est impossible, c'est dans la nature de l'homme. » (JGS). L'équipe regroupe les associés qui ont un pouvoir de décision : « il faut trouver quelqu'un qui est un peu son alter ego dans la capacité à développer la boutique, des associés dans la prise de décision » (CHAM). Les complémentarités portent sur la forme physique, les compétences et les disponibilités des acteurs. L'ouverture à d'autres à travers un bon collectif est cruciale puisqu'elle donne une indication sur la confrontation permanente et fructueuse au sein de l'équipe avant les décisions. Un porteur de projet qui « fait croire qu'il a toutes les cordes à son arc » (RB) peut

être un repoussoir pour les BA. En tant qu'humain, nous sommes légitimes sur certains sujets et pas d'autres. La configuration idéale est un couple technicien-commercial : « *j'ai un dossier les porteurs ce sont 2 copains qui s'entendent parfaitement et ils forment une équipe extrêmement solide et là c'est typiquement un technicien et un commercial* » (DEC). Il faut à la fois des compétences techniques, commerciales, humaines et aussi financières. La complémentarité portera aussi sur le couple homme d'action - homme de raisonnement. C'est souvent la configuration lorsqu'une idée est portée par une personne âgée expérimentée et déjà en activité qui va s'adjoindre des personnalités plus jeunes et disponibles. Le BA veut voir des plus jeunes qui apportent de la tonicité et de la dynamique. Il faut par ailleurs préciser que la complémentarité n'est pas synonyme de substituabilité. Le collectif constitué et nécessaire à un moment donné doit le rester pour un long moment. L'aptitude à exécuter s'évalue plus souvent à l'échelle d'une équipe constituée.

L'entrepreneur principal seul doit convaincre les différents acteurs du potentiel de son idée afin qu'ils puissent participer à l'aventure de la firme entrepreneuriale sans une promesse de rétribution immédiate. En y arrivant, il prouve aux investisseurs sa capacité à vendre son idée et à accepter l'avis d'autrui. « *De tels porteurs sont moins égoïstes, savent qu'ils ne sont pas irremplaçables et sauront passer le relais au moment nécessaire pour laisser évoluer l'entreprise qu'ils vont créer* » (RB). L'effectif optimal dans une équipe est une question épineuse. Il n'existe pas de règle définie. Pour certains BA, au-delà de trois personnes, la gestion devient complexe et les incompréhensions risquent de l'emporter sur la nécessité de décision rapide. D'autres acteurs préfèrent l'option de la sous-traitance où le porteur principal reste au centre du système tout en permettant à chaque acteur de s'exprimer dans la limite de ses expertises. Quelle que soit l'option choisie, l'essentiel est d'arriver à adopter le système de gouvernance qui permettent l'éclosion et la collaboration intellectuelle requise tout en garantissant une prise de décision rapide.

Une complémentarité affichée sur l'ensemble de ces différents points forme un autre signal de départ à l'activité cognitive d'évaluation. C'est un élément de plus qui est utilisé dans l'approximation des valeurs de l'équipe.

2.2.3.1.3. Le capital social de l'équipe

Le capital social est un autre élément susceptible d'influencer la représentation du BA. Il existe à travers deux formes : le réseau et l'origine sociale. Le réseau fait référence aux connaissances des membres d'une équipe et peut agir de façon directe ou indirecte dans la création du « buzz » autour d'une idée nouvelle. En effet, l'environnement économique est

plus favorable à ceux qui ont un large et pertinent réseau. Non seulement le BA va chercher à recueillir des informations sur la réputation de l'individu sur lequel il va miser de l'argent, mais aussi les contacts constituent un potentiel moyen de pénétration du marché et même de barrière à l'entrée : *« ils ont visiblement des contacts qui ne sont pas idiots avec les conseils régionaux dans le Maine et Loire et qui sont un peu meneurs dans le domaine donc on peut espérer que ça aille un peu plus loin »* (CHES). Quand il s'agit de pénétrer un marché avec un produit nouveau ou de modifier les habitudes de consommation, il faut arriver à créer un déclic chez les consommateurs en leur donnant envie de tester votre invention. Le porteur va donc commencer par convaincre les membres de son réseau et ces derniers se chargeront de démultiplier l'information. Nous vivons dans un monde où le réseau est un facteur de réussite. Un bon réseau mobilisable est un signal importance pour la perception du BA.

L'origine sociale peut aussi influencer la perception des BA. Elle concerne plus le cadre social d'où nous venons et qu'on ne choisit pas toujours. Dans le monde qui nous entoure, il existe un contexte considéré comme un bon système et un autre perçu comme un mauvais système. Lorsque l'entrepreneur vient du système social considéré comme « bon » par le monde extérieur, une relation de confiance est plus facilement envisageable. Ceci peut être aussi un gage de sérénité et de suffisance financière : *« Je pense que pour entreprendre il faut être libre d'entreprendre. Il faut déjà s'assumer financièrement et être capable de mettre un projet sur les rails donc ça sous entend d'avoir mis un peu d'argent de coté ou que les personnes ont dans leur entourage des personnes capables de les soutenir. Ca en effet c'est un premier critère qui peut être un facteur important d'origine sociale selon que vous avez des parents et des amis qui peuvent vous aider, ça peut faire une différence lorsque vous lancez un projet »* (DUC). Lorsqu'il est un produit du « mauvais système », l'entrepreneur démarre avec un handicap qu'il faudra d'abord lever afin de gagner en crédibilité auprès de ses interlocuteurs. S'informer sur l'origine sociale passe par des informations sur le cadre familial, les domaines d'activité des parents, les institutions scolaires fréquentées, le soutien du conjoint, le lieu géographique de sa jeunesse etc. Par exemple, une personne qui a des parents commerçants sera, toutes choses étant égales à par ailleurs, moins interrogée sur ses connaissances de chiffrage ou de calcul de coûts de revient par exemple. Aussi, une personne ayant le soutien de son conjoint sera créditée plus facilement d'une certaine stabilité mentale et sociale sauf indication contraire.

L'influence de l'origine sociale s'évalue aussi à travers des rencontres informelles que l'investisseur va initier avec le personnage entrepreneur. On peut citer des actions comme *« dîner avec le bonhomme »* (DAD) pour voir comment il se comporte dans une situation de

la vie courante. L'objectif étant de cerner une partie de sa personnalité. Même s'il s'agit principalement d'*a priori*, il faut insister sur le fait que l'investisseur est influencé dans sa perception par le cadre social des porteurs de projets. L'importance du cadre social se justifie aussi parfois auprès du BA par les exigences de l'activité ou du secteur visé. Il existe des industries dont il vaut mieux être préalablement issues s'ils sont la cible d'une idée entrepreneuriale. C'est le cas par exemple de la banque ou du marché des arts. Ne pas être de ce cadre social peut être un élément négatif sauf si le porteur apporte la preuve de certaines qualités permettant d'outrepasser les difficultés anticipées par les BA (exemples donnés par AMA). Parallèlement, l'origine sociale peut être un signal négatif parce qu'elle ne présagerait pas de la capacité du porteur de projet à exécuter et à affronter les réelles difficultés entrepreneuriales. Des porteurs privilégiés par leur cadre social ne sont généralement pas capables d'aller au-delà des ressources que leur procure leur base familiale. L'origine sociale va amener les BA à se questionner sur l'utilité de leur aide financière. Si votre entourage social peut vous procurer un capital d'amorçage, pourquoi devront-ils se substituer à ces derniers.

« J'ai tendance à penser que je vais être beaucoup plus exigeant naturellement face à quelqu'un qui est issu d'un milieu extrêmement aisé que quelqu'un qui s'est fait tout seul et qui peine tant bien que mal à rassembler un tout petit peu d'argent pour mettre au point son projet. Et donc en ce sens là ça joue » (BRU)

Le cadre social permet ainsi d'anticiper la capacité d'exécution de l'équipe projet et leur vision. Si en fonction de l'activité, l'équipe exploite son origine sociale pour soulever les barrières à l'entrée, elle va être perçue positivement. Il revient alors à l'équipe d'en prendre conscience et de démontrer l'exploitation qu'ils font de cet avantage social.

Les différents antécédents énumérés ci-dessus sont des indices qui peuvent influencer l'intuition autour de la capacité d'exécution et de la vision. Ils constituent un point d'ancrage qui va orienter la structure de l'instruction. Ils existent *ex ante* au projet, c'est-à-dire que ce sont des valeurs qui sont propres aux individus même sans le projet. Dans la section suivante, nous décrivons des dimensions perçues en relation avec la mise en œuvre du projet. Ces dimensions forment dans notre argumentaire les similarités structurelles. En effet, elles résultent des liens entre plusieurs paramètres individuels qui perdent leur sens en dehors du domaine sémantique auquel ils appartiennent. Ainsi, ce qui compte c'est le produit de l'interaction dans la perception finale. De plus nous proposons à chaque dimension présentée, une lecture théorique afin de comprendre l'inférence qu'elle permet de faire sur la cible.

L'alignement structurel décrit la forme de raisonnement adopté par l'individu en situation incertaine et complexe. Il décrit l'utilité de chaque indicateur dans la décision intuitive. Il va nous permettre ici de réorganiser les propos des BA pour en ressortir « l'envers du décor » de l'instruction des dossiers en amorçage. En alignant la source et la cible à travers des similarités structurelles, l'investisseur tente d'approximer les valeurs de l'équipe qui ne sont pas directement observables. L'alignement structurel stipule que le décideur va transformer, à travers un processus cognitif subjectif, les faits observés en indicateurs pertinents pour lui afin de décider. Ainsi, chaque dimension est donc lue à travers la théorie afin de connaître la vraie utilité des différentes dimensions supposées pertinentes par l'investisseur durant l'instruction.

2.2.3.2. L'acceptabilité perçue

La confiance à accorder à l'équipe va dans un premier temps être jaugée à travers l'acceptabilité perçue. C'est la première dimension du sens. Elle regroupe les éléments qui amènent les BA à considérer que l'équipe a pu faire accepter son idée par un marché. Trois points sont abordés en lien avec ce travail fait en amont : l'identification du besoin, la connaissance des concurrents et la légitimité, l'évangélisation du marché. Précisons encore une fois que ces différents éléments forment une réalité subjective enchâssée dans l'histoire globale racontée par les porteurs au cours de l'instruction. Chercher à les considérer comme une étape indépendante serait une grave erreur de la part du lecteur. Ci-dessous, la figure 26 montre la structure des données expliquant la dimension « acceptabilité perçue ».

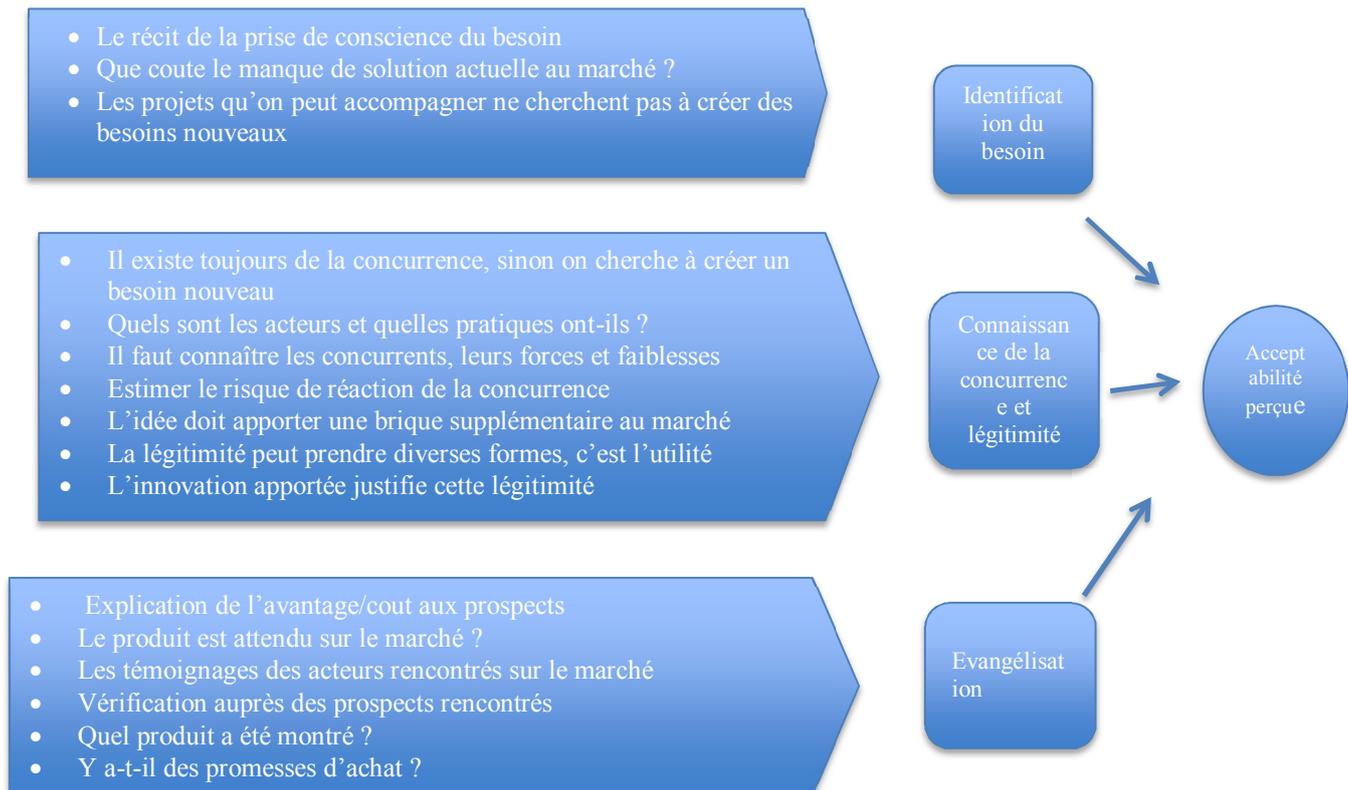


Figure 26: Structure des données relatives à la dimension « acceptabilité perçue »

2.2.3.2.1. L'identification des besoins

Identifier le besoin est une première partie de l'histoire que doivent raconter les porteurs. Le récit doit donner à voir sur les raisons pour lesquels le porteur considère qu'il y a un besoin. Quelles sont les préoccupations réelles des individus dans le domaine de prospection ? Si le besoin existe et est connu par les acteurs, il faut savoir pourquoi il n'est pas actuellement couvert par les processus ou les pratiques actuelles. Si le besoin était ignoré par les acteurs (besoin latent), les premiers échanges doivent permettre de sensibiliser les prospects sur certains aspects de leurs pratiques.

« La capacité de sentir soit un marché soit un besoin d'un produit, c'est ce qui est quand même l'essentiel » (JPD).

Le besoin ou l'utilité du produit sur le marché figure parmi les premières questions au cours de l'instruction. Le BA veut entendre les porteurs formuler de façon cohérente l'histoire du besoin identifié. Cette prise de conscience du besoin intervient dans la plupart des cas de deux manières. Dans un premier cas, le porteur est déjà impliqué dans le marché à travers une autre activité et il identifie un chaînon manquant qui peut être comblé. Le porteur est dans ce

cadre « *un collecteur de ressources auxquelles il est exposé* » JGS. Ce qui nécessite une agilité intellectuelle. Dans une seconde configuration, le porteur a une intuition et il va questionner ses éventuels prospects pour savoir exactement s'il existe un besoin ou pas. Dans tous les cas, le BA veut sentir ce qui a été fait en amont pour savoir si réellement un besoin existe : « *on le sent, la personne en elle-même, on le sent investi de son projet ! et puis il a énormément bossé, il a vraiment creusé, il a rencontré des clients potentiels* » (LB). Ce travail d'identification du besoin va se terminer par l'établissement d'une cartographie des enjeux. Elle représente le chiffrage en valeur des manques à gagner liés à l'absence de solutions actuelles au besoin identifié. Le porteur doit donc arriver à évaluer les risques encourus par le marché. Il a besoin de son agilité intellectuelle à cet effet. Les acteurs autour de la table commencent par parler de potentiel de marché. En identifiant les enjeux, la taille du marché sera estimée sans grande certitude néanmoins. Ce qui permettra d'évaluer la vision du porteur : s'il vise un marché de petite taille, le BA sent une vision assez faible du porteur.

Le BA veut s'assurer qu'il ne s'agit pas « *de quelque chose qu'il a lu dans un journal* » (RB) ou éviter l'engagement dans l'exploitation d'une « *opportunité politique décidée à un moment un peu sur un coin de table par un décideur majeur pour une somme ridicule sur Paris* » (JPD). Dans ces deux cas, il peut émerger une vraie opportunité de business mais le porteur doit d'abord bien creuser les contours. Le porteur doit éviter de « *penser à la place du client* » (JPD). L'identification d'un besoin réel ou des préoccupations dans son domaine de prospection est le point de départ clé selon les BA et le porteur doit démontrer ses efforts et toute son ingéniosité en ce sens. Rappelons que l'investisseur individuel ou le BA peut vérifier l'existence d'un besoin ; pour lui c'est plutôt l'aventure de l'identification et donc l'ingéniosité dans le comportement de l'entrepreneur qui va être évaluée. Le degré de confiance dépendra du recoupage entre les différentes versions.

« *Tu peux avoir le super produit qui fait tout (...) si le client n'en a pas besoin, si ça ne lui apporte pas plus que ça... ça ne marchera pas* » (MF).

Le besoin en lui-même est un facteur extrinsèque qui dans la plupart des cas émerge à cause d'un choc dans l'environnement. Cependant, c'est l'ingéniosité de l'entrepreneur qui permettra de mettre le doigt sur ce besoin et de démontrer l'existence d'un potentiel. L'écoute et les discussions avec le marché viendront étoffer le récit de l'identification du besoin. Ainsi, la présentation d'une histoire cohérente viendra conforter l'existence d'un certain nombre de compétences chez l'équipe telles que l'écoute, la rigueur, la communication, l'agilité intellectuelle pour ne citer que celles-là.

Tableau 36: Verbatim supplémentaires sur « l'identification des besoins »

<p><Internals\\Entretien JPD></p> <p>le problème de CARECER, ///c'est qu'ils ont pensé à la place du client (donc ça voilà !) ils ont fait quelque chose de bien construit, de trop bien construit, et en fin de compte maintenant par rapport à ce schéma trop bien construit on essaye de trouver des clients. Et la première chose que demandent les clients, c'est de changer ce qui a été bien construit. C'est un peu le truc qui va tourner en rond ; je ne sais pas, c'est au porteur de projet d'apporter des preuves, c'est la question qui lui est posée : s'il y a une correspondance entre le positionnement prix et les besoins réels de son domaine de prospection ... deuxièmement c'est un peu une opportunité politique de décider à un moment un peu sur un coin de table un décideur majeur pour une somme ridicule sur Paris ; qui est d'ailleurs bien inférieure aux espérances qu'avait le porteur de projet, mais qui n'est pas une preuve en terme de test. Je ne sais pas aujourd'hui si il y a un véritable marché ? et je ne suis pas sûr qu'eux le sachent aussi. C'est ça le problème. Là il faut se donner le temps de vérifier que le marché existe</p> <p><Internals\\Entretien REN></p> <p>nous on s'intéresse toujours pratiquement à des PME et elle n'a pas la taille suffisante pour créer un besoin ou pour créer un marché ou pour modifier le cours d'un marché. souvent les prétentions que peuvent avoir les porteurs de projet, ces prétentions là on essaye de les ramener un peu à la réalité parce que ces prétentions là les tenors ne vont pas se laisser faire. Ils peuvent laisser une petite place pour une jeune entreprise du moment où elle n'est pas dangereuse pour eux.</p> <p><Internals\\Entretien avec RB></p> <p>Pour prendre un exemple concret, il y a un dossier sur lequel j'ai investi et le concept c'était de faire une innovation pour les fractures de la hanche. Le concept est que quand une personne âgée tombe et se casse une hanche, le mois prochain il y a beaucoup de chance qu'elle tombe et se casse l'autre hanche. L'entrepreneur a imaginé un produit qui va permettre non pas d'opérer la hanche cassée mais d'aller faire une intervention pour se prévenir contre la fracture de l'autre hanche. Elle a fait une analyse très originale puisque grâce à son relationnel, elle est allée dans les salles d'opérations observer comment ça marchait. Elle a vu qu'il y avait des temps morts et elle a dit si j'imagine un truc qui peut se dérouler pendant l'opération et qui va porter sur une prévention de l'autre, ça ne va pas coûter plus de temps à la sécurité sociale, ça c'est un premier truc.</p> <p><Internals\\ENTRETIEN MIC></p> <p>prenons l'exemple de facebook. On peut se demander si le patron il a créé un besoin ou il a répondu à un besoin ? de mon point de vue il a répondu à un besoin c'est à dire qu'à un moment donné il s'est dit qu'il allait créer un réseau social pour X raisons mais c'est pas lui qui a créé le besoin. Le besoin même s'il n'était pas exprimé, il était sous-jacent donc dès qu'il a créé son réseau ça a marché tout de suite. C'est pour ça qu'il a pu convaincre les investisseurs très vite à très grande échelle. C'est que en fait il y avait un marché sous-jacent non exprimé et lui il est arrivé par l'intuition ou par le hasard je ne sais pas à positionner une offre et là on voit bien qu'il n'a pas évangélisé l'offre mais il a juste répondu à un marché.</p>
--

2.2.3.2.2. La connaissance de la compétition et la légitimité du produit

Les porteurs affirment certaines fois l'absence de concurrence. Ce qui n'est pas cru par les BA. C'est la présence de concurrents qui valide l'existence d'un marché.

« Déjà tu vois la rubrique concurrence et il y a deux lignes, je n'ai pas de concurrence. Il y a toujours une concurrence même pour les projets innovants. » (CC).

« Donc un entrepreneur qui d'emblée nous dit moi j'avance en terrain vierge, je n'ai pas de concurrents, je suis seul à faire ce que je fais, on s'en méfie. » (DUC).

Lorsqu'une idée vise un marché donné, la première chose est de faire une matrice concurrentielle. Maintenant que le porteur a identifié le besoin, il faut arriver à faire le point sur l'existant en termes d'offres. Il faut énumérer aussi les acteurs qui pourront potentiellement se positionner sur ce besoin. Connaître les concurrents ne se limite pas à les énumérer en faisant une recherche sur internet. Les BA croient plus les porteurs qui vont rencontrer les prospects et les questionner sur les offres qui leurs sont adressées ou leurs pratiques actuelles. Connaître suffisamment son marché *« suppose qu'on se soit également interrogé sur qu'est-ce que fait la concurrence et comment elle s'y prend ? » (DAD)*. Le porteur peut tenter de manière astucieuse d'entrer en contact avec les concurrents pour mieux comprendre leur positionnement. Il faut présenter une analyse comparative de la concurrence en mettant en exergue les points forts et les points faibles. En faisant ce travail en amont, le porteur va comprendre de façon rigoureuse le marché. En dialoguant avec les différents acteurs, les porteurs introduisent leurs premières idées. Ils jaugent dans quelle mesure les offres actuelles sur le marché ne satisfont pas les besoins existants de façon explicite ou les besoins nouveaux qu'ils viennent de susciter. Le BA approfondira cette analyse de la concurrence mais il faut un travail initial fait par les entrepreneurs. *« ...S'il arrive que j'identifie un concurrent parce que je le connais et que eux ne le connaissent pas, alors là c'est très mauvais... très souvent je laisse tomber » (BEL)*. L'équipe doit donc apporter la première information. En s'intéressant rigoureusement à la concurrence, le porteur de projet peut trouver des réponses à la question : *« pourquoi les autres fournisseurs n'ont pas pensé à adapter leurs produits ? Avez-vous posé la question aux prospects ? » (JPD)*. Il va en déduire les risques de réaction de ces acteurs potentiels concurrents ou du moins donner aux BA les indicateurs pour estimer ce risque.

Par ailleurs, ce que font d'autres acteurs sur d'autres marchés que les porteurs ne visent pas dans leur projet, peut être une source de comparaison dans l'évaluation des BA. Ceci peut représenter la preuve qu'il existe des chances de réussite à condition qu'un facteur culturel ne soit pas très important. Le concurrent ne devient un danger que si : *« il est extrêmement gros, a beaucoup de moyens et prévoit d'aller sur le marché sur lequel on est c'est-à-dire que si le porteur veut aller sur un marché sur lequel il y a une grosse concurrence et sans être disruptif ou meilleur que lui sur ce marché, forcément ça ne sera pas possible » (FAY)*. La connaissance de la concurrence donne aussi une idée sur le potentiel de sortie des investisseurs. Les gros acteurs sur le marché peuvent avoir des stratégies de

développement exogène intéressante : « ...étudier le marché, quelle est la cartographie un tout petit peu du marché, comment les grands acteurs et les fonds se comportent ?... est-ce qu'il y a pas mal d'introduction en bourse auquel cas c'est une autre possibilité de sortie ou est-ce que il y a une grande stratégie actuelle d'opérateurs qui font l'acquisition pour se développer, pour innover ? » (BB). Ne pas faire ce travail initial d'analyse de la concurrence est un point très négativement perçu par les BA : « c'est une grosse lacune je pense que c'est d'emblée un critère rédhibitoire. Je pense que on ne peut pas non plus dire je n'ai pas le temps je me suis concentré sur d'autres parties de mon projet. Je pense que c'est de l'immaturité entrepreneuriale que d'aller chercher de l'argent pour développer un projet qui existe déjà sans qu'on ne le sache...c'est l'entrepreneur qui a fait les choses à moitié... » (DUC). Le défaut d'une analyse approfondie de la concurrence influence négativement la perception sur les capacités de l'équipe.

En prenant connaissance de la concurrence, le porteur va repenser son idée pour introduire une réelle différenciation. Il s'agit d'un travail individuel que l'équipe doit faire pour peaufiner son idée tout en cherchant à répondre à des besoins exprimés par les prospects. L'équipe va rendre légitime son idée sur le marché ciblé en répondant à la question « pourquoi le produit qu'il fait répond à ce besoin-là » (RB). Avoir le super produit revient à le rendre légitime auprès des prospects. Le porteur repense son projet et ajoute le petit truc qui fera la différence parce qu'il connaît les offres existantes et il a discuté de son idée initiale avec les prospects. L'écoute et la discussion avec les différents acteurs permettent de peaufiner la proposition de valeur.

« Dans le cas du post-it cela n'existait pas. Vous verrez en regardant cet exemple qui est vraiment intéressant, au début ils n'ont pas fait des petits bouts, ils ont fait des papiers qui collaient aux murs, comme des paper board en les collant sur les murs ; et ça n'intéressait personne ; donc c'était un bon exemple d'erreur ; après ils ont fait des formats différents jusqu'à trouver le bon format » (CHAM)

C'est ici aussi que le degré d'innovation du produit va être apprécié. La différenciation introduite va motiver le BA à soutenir l'idée à un moment sinon pourquoi n'ira-t-il pas soutenir le concurrent : « Eh bien la rupture c'est par rapport au marché. Qu'est ce qu'il apporte ou va apporter par rapport au marché par rapport à ce qui existe. » (CC).

« L'idée ou l'innovation c'est qu'est ce qu'ils proposent à ce marché en plus ? est ce qu'il apporte quelque chose de plus ? » (FAY)

La légitimité peut s'expliquer de différentes façons. C'est par exemple de nouvelles fonctionnalités qui vont apporter une plus-value indéniable au marché. Elle peut être aussi une

nouvelle combinaison de ressources qui va rendre les produits existants plus chers pour le même service proposé. Ceci suppose que l'équipe ait pensé à des *inputs* disponibles à moindre coût. Une innovation peut aussi consister à rendre plus accessible facilement un produit ou un service qui jadis était limité à certains acteurs. Elle peut aussi être une combinaison de composantes déjà existante et qui va apporter une nouvelle lecture d'une pratique et donc susciter des envies. Quelque soit l'ingéniosité incluse dans le produit ou le service, il ne sera considéré comme innovant que s'il bouscule significativement le marché et crée une attente chez les acteurs. L'absence de cette légitimité malgré l'ingéniosité d'une idée nécessite la mobilisation de ressources énormes pour asseoir l'activité de l'entreprise : « *S'il n'y a pas de bénéfice objectif nouveau pour le consommateur, bon beh voilà on est dans un projet on fait l'innovation et on est obligé de pousser avec de gros moyens de communication ainsi de suite parce que il n'y a pas vraiment de facteur innovant et ça ce n'est pas avec de la PME qu'on peut le faire* » (MAL). Et beaucoup de créateurs ne veulent pas comprendre que ingéniosité n'est pas synonyme de légitimité sur le marché.

Tableau 37: Verbatim sur « la connaissance de la concurrence et la légitimité »

<p><Internals\\BEL></p> <p>beh il faut obligatoirement connaître tous ses concurrents. Je vois aussi s'ils connaissent leur stratégie. Souvent ils connaissent même parce qu'ils se sont croisés dans des associations ou des cercles ou dans des concours... ils se connaissent humainement et c'est encore très bien. Et ils savent très bien qu'ils sont en concurrence mais ça ne les empêche pas de se parler entre eux. Moi dans ma vie professionnelle j'ai eu a travailler avec mes concurrents parce qu'on avait des choses à faire ensemble. Je regarde par exemple ceux qui fabriquaient les détecteurs des radars, il y a 3 ans ils se sont tous mis ensemble contre le gouvernement alors qu'ils sont des concurrents. Normalement ils arrivent à se connaître. Et quand ils connaissent leur stratégie, là je suis en train de suivre une société qui a bien un concurrent français mais il ne s'intéresse qu'à la France. Bon beh c'est un concurrent dont on a rien à faire. Il va peut-être un peu nous embêter en France mais après il n'ira rien faire ailleurs. Donc la connaissance de la concurrence est très importante.</p> <p><Internals\\Entretien BB></p> <p>Dans le BP on va avoir les études de marché, on va regarder les concurrents. Souvent dans la phase de pitch on pose toujours la question quels sont vos concurrents, est ce que vous les avez identifiés. Si la personne dit qu'il n'y a pas de concurrents ça veut dire qu'il n'y a pas de marché et là ce n'est pas bon. Ça c'est une question qui est souvent posée également.</p> <p><Internals\\Entretien DEC></p> <p>L'aspect rupture est certainement le truc qui nous inquiètera le plus ; à condition qu'il arrive à nous convaincre que ce sera accepté par le marché ; c'est pas évident car par définition si vous sortez quelque chose de totalement nouveau de totalement innovant, c'est très difficile de faire une étude de marché car quand vous allez faire votre étude vous présentez quelque chose que les gens ne connaissent pas ; moi je peux vous dire que dans ma vie professionnelle antérieure j'ai créé une société de fournisseur d'accès internet en 95, eh bien en 95 expliquer aux gens ce que c'est qu'internet c'est assez compliqué parce que personne n'avait jamais entendu parler d'internet et donc vous faites une étude de marché mais ça ne donne rien parce que les gens ne connaissent pas ; donc plus il y a rupture et plus c'est difficile d'avoir une étude.</p>

2.2.3.2.3. L'évangélisation du marché

Il s'agit de savoir si les prospects visés adhèrent à l'idée et sont prêts à laisser tomber leurs anciennes pratiques pour adopter la nouvelle. Ce qui représente un niveau de perception différent de la légitimité évoquée ci-dessus. Ce point regroupe l'ensemble des actions entreprises pour montrer aux prospects le gain lié au passage à la solution proposée par la firme entrepreneuriale. Un futur client peut exprimer un besoin qu'il souhaiterait voir combler mais il peut ne pas être prêt à adopter la nouvelle idée qu'on lui propose à cause des coûts induits. Le porteur doit lever le doute sur l'envie du marché et prouver que réellement son produit est attendu. Ceci passe par des sensibilisations précises et concises mettant l'accent sur la nouveauté apportée et la plus-value chiffrée de la solution pour les différents prospects. Evangéliser revient à porter le nouvel produit à la connaissance du public. A ce sujet, il vaut mieux des témoignages parlants que des hypothèses de la part des entrepreneurs : *« s'il vient nous dire pour la proposition de valeur, voilà ce que telle personne potentiel acheteur dit sur mon produit sur la base de la proposition de valeur que je lui ai faite, s'il a un tel témoignage, ça ça a beaucoup de valeur »* (AMA)

Il faut faire un compte rendu des actions entreprises pour tester le client. L'exemple des Post-it est parlant : *« Pour la commercialisation au début ils ont mis dans les librairies à petits prix mais comme les gens ne comprenaient pas quoi en faire ils ne l'achetaient pas ; ensuite ils ont demandé aux libraires de les mettre gratuitement dans les sacs de ce que achetaient les clients et quand ils revenaient on leur proposait d'en acheter. 90% sont revenus et ont payé le prix du post-it quand ils ont compris l'usage. C'est ça qui est important en terme d'usage, d'évangélisation. »* (CHAM)

Le BA peut entrer en contact avec les prospects ciblés pour recueillir leur avis et jauger leur engagement : *ça m'est déjà arrivé, ça peut être aussi intéressant de leur demander qu'ils nous disent qu'ils sont déjà en contact avec tel ou tel client qui semble intéressé par leur projet et on va vérifier. On va leur dire donnez-nous le nom de la personne on va vérifier avec vos interlocuteurs et vous les prévenez qu'on va les contacter de notre part. Effectivement ça nous arrive d'avoir des échanges avec des relations qu'ils ont, des partenaires »* (BRU)

Le degré de la rupture introduite est positivement relié à l'effort d'évangélisation à faire. Plus l'approche est nouvelle, plus le marché est dubitatif sur son efficacité. L'équipe doit arriver à obtenir l'adhésion des potentiels clients sans qu'il ait dans sa main un produit

fini. Même si les enjeux sont colossaux et que le marché est très beau, la vraie question est « est-ce que ce marché c'est quelque chose dans lequel je peux m'insérer très vite ? » (RB). La réponse à cette question commence par des preuves de l'envie créée. Le BA veut juste savoir si à côté de la belle description que le porteur fait de son idée comme géniale et utile, est-ce qu'il a pris le temps de tester son marché ? Dans le meilleur des cas, cette éducation du marché va se solder par des promesses d'achat.

Eduquer le marché revient à entretenir les prospects sur le *switching cost* relatif à l'adoption de la nouvelle idée. Le rôle du porteur de l'idée dans ce cas est de minimiser le coût de passage à la nouveauté. Il faut expliquer au client les conséquences de changement de pratique tout en lui présentant les avantages de la solution qui lui est proposée. L'évangélisation qu'évoque le BA n'est pas au service de la création d'un nouveau besoin. Il s'agit plutôt de besoins latents ou mal satisfaits par les offres actuelles.

Tableau 38: Verbatim supplémentaires sur « l'évangélisation du marché »

<p><Internals\ENTRETIEN AMA></p> <p>La proposition de valeur va être nourrie de tous ces contacts avec les clients, puisque à chaque fois le client dira j'ai pas compris, ça ne m'intéresse pas etc donc du coup il va falloir reformuler la proposition de valeur pour que cela intéresse le client.</p>
<p><Internals\ENTRETIEN MIC></p> <p>S'il n'a pas les moyens financiers, on dira qu'est-ce qu'il nous montre qu'est-ce qu'il nous prouve ? reprenons l'exemple de facebook. Le type il n'avait pas les moyens financiers mais il s'est débrouillé. Il a programmé sa propre plateforme et puis ensuite il s'est débrouillé pour aller voir les élèves pour leur dire inscrivez-vous et le jour où il est arrivé devant les investisseurs, il est arrivé avec certes 0 argent mais par contre il avait déjà beaucoup de personnes qui s'étaient inscrites sur facebook. Donc il a démontré quoi ? qu'il y avait un marché, qu'il répondait à un marché et que il y avait un super coup à jouer. Et donc la personne qui investissait lui au départ n'a pas investi sur la capacité de mark Zuckerberg à mettre une certaine somme sur la table mais elle l'a jugé sur sa capacité à démontrer qu'il y a une opportunité forte. Donc là on a investi sur la capacité du mec à apporter du flux d'activité.</p>
<p><Internals\Entretien CHAM></p> <p>Et alors quelque chose qui n'est pas spécifique à l'effectuation mais qui est le développement rapide, aller voir tout de suite les clients potentiels pour aller voir comment ils réagissent par rapport à l'usage, on revient à cette notion d'usage pour certaine start-up c'est très important ; et quelqu'un qui développe un outil sans être jamais au contact des utilisateurs potentiels de cet outil, ça nous inquiète beaucoup parce qu'on se dit qu'il y a 9/10 chances qu'il ne soit pas tombé sur la bonne cible, que derrière il y ait des inconvénients et que finalement ça ne marche pas.</p>
<p><Internals\Entretien DEC></p> <p>c'est peut-être celui qui va savoir le mieux communiquer ; typiquement sur internet le bouche-à-oreille est super important ; celui qui va avoir du buzz...et après ça dépend des relations que vous pouvez avoir ; je pense à stéphane Treppoz qui a créé le site Sarenza qui vend des chaussures sur internet ; c'est l'ancien patron d'aol France, c'était un collègue, enfin un concurrent et je l'ai rencontré à plusieurs reprises ; le jour où il nous a dit qu'il quittait aol, un jour il a été viré comme tout les patrons de ce genre de groupe ; il a été</p>

viré et il nous a dit qu'il voulait se lancer dans la vente de chaussures par internet, quand il nous a dit ça à l'époque (c'était au début des années 2000) tout le monde lui a dit « ça ne marchera jamais ; les gens ce qu'ils veulent c'est essayer les chaussures ! ce n'est pas possible tu ne peux pas vendre des chaussures sur internet » et bien il a démontré le contraire mais Stephane Treppoz en tant qu'ancien dirigeant d'aol il avait un carnet d'adresses et il connaissait très bien les gens de M6 et de Capital ; quand il a lancé sa boîte, il s'est débrouillé pour avoir un reportage d'un quart d'heure sur Capital ; et croyez-moi, un reportage d'un quart d'heure sur Capital, ça aide beaucoup le lancement d'une entreprise !

L'acceptabilité perçue est une autre dimension de l'approximation des valeurs humaines. De par leur expérience, les BA ont conscience qu'elle représente un aspect important du lancement d'une nouvelle firme entrepreneuriale. Ainsi, partant de cette connaissance, ils vont voir comment cet aspect s'opérationnalise dans la narration des porteurs de projet.

2.2.3.2.4. L'acceptabilité perçue vue à travers la théorie de l'alignement structurel

L'acceptabilité perçue apporte des preuves sur certaines aptitudes de l'équipe. En considérant simultanément comment les porteurs ont enquêté sur l'existence d'un besoin et comment ils pensent y répondre de manière pertinente pour le marché, le BA collecte des preuves sur les aptitudes de l'équipe (Confer tableau 39 ci-dessous). Ce tableau reprend successivement la définition de la dimension, les comportements observés qui lui sont liés et les caractéristiques humaines déduites par le BA. Il s'agit de faire ressortir l'utilité réelle des indicateurs situés. Il faut une certaine ruse pour obtenir les informations les plus pertinentes. Il faut être souple intellectuellement pour s'ouvrir à l'expérience des autres, les comprendre et les satisfaire. Il faut savoir être à l'écoute pour ensuite convaincre à travers un discours pertinent (communicateur). Il faut avoir une vision du marché à partager pour convaincre les prospects. La capacité d'exécution et la vision de l'équipe vont donc être progressivement approximées sur la base de cette similarité. La similarité structurelle « acceptabilité perçue » permet d'inférer ainsi des valeurs humaines (confère Annexe 1 pour voir le détail de la démarche d'analyse pour identifier l'utilité des différents indicateurs dans le processus de raisonnement).

Tableau 39: Récapitulatif de la dimension « acceptabilité perçue » (source auteur)

ELEMENTS	DETAILS
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> - Source du besoin - Connaître le marché - Légitimité de l'idée

	<ul style="list-style-type: none"> - Evangéliser
Faits observés	<ul style="list-style-type: none"> - Présentation de chiffres et explication de leur cohérence - Comment on est entré en contact avec les populations cibles - Montrer un prototype ou une ébauche de projet - Témoignage des échanges avec la cible - Description précise de quelques cibles - Présentation de statistiques du marché - Présentation d'une cartographie des enjeux - Situation financière des prospects éventuels - Listing des acteurs sur le marché et leur pratique et de leurs projets - Mécanisme de veille concurrentielle permanente
Capacités humaines approximées	<ul style="list-style-type: none"> - Ouverture d'esprit - Astucieux et agilité intellectuelle - Créativité - Raisonnement et synthèse - Communication et écoute - Planification - Vision

La cible du raisonnement est le projet entrepreneurial et il n'existe pas d'informations objectives pour évaluer les caractéristiques de cette cible. Le BA va partir de la source que constituent ses diverses expériences pragmatiques (entrepreneuriales, sectorielles et d'investissement), observer certaines manifestations ou comportements de la cible et inférer les aspects qui ne sont pas directement visibles par lui. Il transforme ainsi subjectivement les éléments factuels racontés autour l'acceptabilité perçue en indices pertinents sur les capacités humaines de l'équipe. L'acceptabilité perçue est une autre étape de l'approximation qui va être enrichie par les autres points que nous évoquons ci-dessous.

2.2.3.3. La faisabilité perçue

La faisabilité perçue représente le second point de similarité structurelle. Elle questionne la capacité de l'équipe à effectivement mettre en œuvre le projet. Les inquiétudes sont à la fois techniques et managériales. L'interrogation principale est : « *est ce qu'ils peuvent réaliser la partie du projet qu'il maîtrise et sont-ils capables d'aller vers la partie non maîtrisée ?* » (FAY). Il s'agit du risque lié à la production et à la gestion financière. La progression de l'analyse, des propos des BA à l'émergence de la dimension, est représentée ci-dessous.



Figure 27: Structure des données relatives à la dimension faisabilité perçue

2.2.3.3.1. L'implémentation technique

Le BA va d'abord s'interroger sur la connaissance qu'a l'équipe de l'environnement du produit ou du service. Dans un premier temps, il s'agit des contraintes légales dans l'environnement. Il existe des domaines fondamentalement régis par des lois. Une telle contrainte peut remettre en cause un projet indépendamment du fait que l'idée soit géniale et attendue sur le marché. D'autres industries sont soumises à des normalisations qui prennent du temps pour se mettre en place. C'est le cas dans les industries de froid et du secteur des biotechnologies qui représentent des marchés très réglementés. Les différentes étapes requises pour la normalisation peuvent rallonger la durée et les coûts nécessaires, ce qui peut compromettre les chances de parution du produit. Certaines contraintes s'expliquent par les standards imposés par les acteurs du marché. L'équipe doit parfaitement maîtriser ces contraintes. Dans un second temps, l'équipe doit connaître l'écosystème de son produit, c'est-à-dire l'ensemble de la chaîne de production, des fournisseurs de matières premières au produit ou service final utilisable. Connaître l'environnement de son idée, c'est « *savoir si l'équipe va pouvoir mettre les pieds là où elle se projette* » (RB). La connaissance de l'environnement conduit à s'interroger aussi sur la disponibilité des intrants clés à son idée.

Le caractère nouveau ou l'absence de produits référents sur le marché peut s'expliquer par l'impossibilité d'accès à certaines matières premières. Sous cette configuration, le produit ou le service est totalement irréalisable. Le porteur doit donc apporter la preuve de la disponibilité pérenne des éléments constitutifs de son produit ou de son service. Il est donc indispensable d'avoir une vue globale des éléments de coûts. Le BA veut connaître l'usage qui sera faite de son apport. Quand un porteur arrive à fournir des éléments de chiffrage sur la réalisation de son produit, il peut savoir pourquoi il veut lever des fonds. En analysant cette liste de dépenses, les instructeurs pourront valider le besoin en capital du projet. Le BA va éviter les cas où son apport va servir à rémunérer les salaires de quelques membres de l'équipe. La certitude doit être obtenue sur la disponibilité des éléments de production comme la disponibilité de la main d'œuvre clé. Les brevets s'il y en a doivent être au nom de la société pas des personnes.

Un autre aspect qui peut compromettre la production est la relation avec les sources d'approvisionnement. Il est donc souhaité qu'une analyse rigoureuse soit faite afin de s'assurer de la fiabilité de ces sources. Un arbitrage doit être fait entre fiabilité et coûts. Il faut aussi penser à multiplier les sources d'approvisionnement. Le projet peut s'ancrer dans des partenariats. Le principe du partenariat est qu'il doit être gagnant-gagnant. Ainsi, les porteurs du projet doivent apporter la certitude d'un engagement de la part des partenaires. Il faut donc tester leur intérêt et leur implication. Quelle discussion a été menée et quelle condition doit être respectée pour une bonne collaboration ?

« Est-ce rentable pour eux ? Moi j'ai pas fait de calcul exact parce que là aussi ils vont en faire combien ? ca dépend du nombre là aussi. Encore une fois on est encore dans le brouillard, que de la spéculation » (CHES)

Au-delà de ces sources de difficultés extérieures, la cohérence et le réalisme de l'équipe doivent se ressentir dans la planification technique du projet. Un projet entrepreneurial en amorçage est fait d'aléas dont les entrepreneurs doivent avoir conscience et les intégrer dans leur planification. Le réalisme de la planification est donc interrogé par les BA.

Tableau 40: Verbatim supplémentaires sur « l'implémentation technique »

<Internals\Entretien BOD>
Des postes clés un peu, effectifs ; quand une entreprise démarre ; quel type de personnel est employé ? quelles compétences ? je ne sais pas moi, mais pour développer un logiciel faut des

programmeurs et une fois que le logiciel est conçu et développé il faut des commerciaux, pour vendre le logiciel. Il faut voir un peu comment tout ça est organisé

<Internals\Entretien DEC>

On se préoccupe de ça et surtout on lui dit de se méfier et d'avoir surtout une deuxième et une troisième source parce que ce qui nous inquiète le plus c'est d'avoir un porteur qui va avoir un seul fournisseur pour un seul composant. Ça s'est extrêmement dangereux parce que si le fournisseur disparaît, le produit s'arrête hein. Ça s'est des points qu'on soulève notamment auprès des jeunes parce que c'est typiquement le genre de question que ne va pas se poser un jeune. Il ne va pas penser à ça...oui la sélection des fournisseurs ça s'est très important.

<Internals\MAL>

Ben voilà, en fonction de son expérience professionnelle, est ce que la personne qu'on a avec nous à suffisamment d'expérience pour savoir que dans un développement il y a des aléas, aléas ça veut dire du temps et de l'argent pour résoudre le problème, est ce qu'il a intégré son risque de manière réaliste ou est ce qu'il rêve que tout va bien se passer sans un écorche. Pour prendre un exemple concret : s'il y a besoin d'un moule pour réaliser une pièce, les délais vont dépendre des matériaux à mouler et du lieu où ça va se faire. Mais entre la réalisation des différentes opérations pour obtenir les pièces valables et la réalité, et bien souvent il faut faire des reprises de moules, faire des modifications, des ajustements. Alors si vous produisez en France c'est la porte d'à côté. Si vous produisez en Chine pour baisser les coûts, beh c'est tout de suite beaucoup plus difficile de faire des modifs tout de suite. Je prends ça comme un exemple concret, c'est pour dire est ce que le timing des opérations est chiffré d'une manière théorique ou d'une manière concrète c'est à dire intégrant une part raisonnable d'aléas.

<Internals\Entretien avec RB>

Ce que je regarde après est ce qu'il a compris l'écosystème dans lequel il va aller c'est à dire si c'est quelqu'un qui va fabriquer un avion de tourisme est-ce qu'il sait décrire les acteurs qu'il y a dans cette chaîne là c'est à dire depuis les fabricants de matériaux jusqu'aux simulateurs finaux

2.2.3.3.2. La résilience économique et financière du projet

C'est le plan d'allocation pertinente des ressources rares en amorçage qui va être discuté à ce point. C'est aussi un des éléments d'évolution d'une idée entrepreneuriale. Le récit ici doit être orienté par l'adage : « *la pénurie rend intelligent, c'est à dire que quand on est en pénurie on réfléchit à l'efficacité de chaque euro qu'on aura à dépenser.* » (MAL). Les réels fonds en amorçage manquent. Ainsi pour le BA, plus les fonds nécessaires à cette première phase sont faibles, plus le projet a des chances de lever des fonds. De façon pratique, ceci revient à la capacité de l'équipe à avoir un *timing* strict de la production et du déploiement du produit : savoir démarrer strictement avec les tâches essentielles ; éviter le piège de la perfection totale dans la production initiale du produit ; choisir les premiers clients en évitant les plus gros et plus chers à aborder ; allouer le peu de capital sur les premiers mois d'activité tout en gérant sa trésorerie ; chercher des sources de financement alternatives de

l'activité autres que les capitaux propres. L'allocation efficiente des ressources se base sur une connaissance efficiente de l'environnement technique du produit évoquée ci-dessus. Les financements alternatifs peuvent aider aussi à maîtriser les besoins de capitaux : les offres économiques des fournisseurs, les avances sur commandes des clients, l'étalement des frais de la part de divers acteurs. Les subventions ou les distinctions obtenues par les porteurs peuvent aussi aider dans la réduction des fonds à lever auprès des BA. Il va en découler un plan d'action à laquelle doit être adossé un plan de financement. Les BA vont alors étudier les différents scénarios avec l'équipe entrepreneuriale.

« En fait il faut bien déterminer son train de financement en fonction de son plan d'action. Donc lever des fonds, la première question à se poser c'est pourquoi faire ? Et sur quelle durée ? ca peut être pour financer le développement d'une offre, ca peut être la mise sur le marché, ca peut être pour financer le BFR, donc ce sont autant de questions que le porteur de projet doit se poser et il doit mettre des chiffres en face d'un plan d'action précis. ... qu'il faut bien calculer son besoin de financement pour être capable de tenir le plus longtemps possible avec » (DUC).

Le BA ou financier veut aussi voir des acteurs soucieux de dépenser moins tout en produisant bien et qui peuvent gérer leur trésorerie. Ils démontreront ainsi leur capacité à « serrer les vis » (DAD) au moment opportun. La résilience économique du projet est aussi un point important. Il faudra soumettre les prévisions économiques à des *crashes test* afin de mesurer les implications financières d'une mauvaise conjoncture économique. En effet, il faut savoir si des entrées de trésorerie plus tardives n'asphyxieront pas financièrement les porteurs si les coûts sont engagés comme prévu.

« On va aussi systématiquement leur demander comment ça se passe, si ça ne se passe pas aussi bien que prévu, par exemple avec la baisse actuelle sur le tourisme, comment ils vont gérer et on leur dit de refaire le BP et de regarder comment gérer dans ce cas pour ne pas s'écrouler. C'est un exercice de style qui est intéressant parce que cela nous permet de comprendre la résilience du projet » (CHAM).

Dans l'analyse de la solidité financière du projet, les chiffres intrinsèquement comptent peu parce que « le futur ne se passe jamais comme on l'a imaginé » (GAZ). Le *business plan* permet d'évaluer le sérieux des acteurs en permettant « de voir ceux qui ont simplement pris Excel et s'en sont servi, et ceux qui ont sérieusement pris le BP pour dire au troisième trimestre 2016 j'attaque les USA, 2017 j'attaque le Japon et ensuite j'attaque la Chine, et

leurs chiffres subissent une inflexion du fait de leur stratégie. Et donc c'est un BP beaucoup plus élaboré et ça fait plus sérieux (BEL).

Tableau 41: Verbatim supplémentaires sur « la résilience économique et financière »

<p>Internals\BEL></p> <p>Ce qu'on regarde aussi c'est à partir de quand va-t-il commencer à gagner de l'argent. Ça nous permet de voir le degré de risque en termes de trésorerie. On regarde la courbe du cash-flow pour savoir à moins combien il va aller -200000, -500000 parce qu'on sait que c'est de l'argent qu'il va appeler et il faut qu'on soit prêt pour un deuxième tour. Le fait qu'il perde de l'argent n'a aucun effet sur notre décision. Ce n'est pas du tout un critère. Après plus il en perd ça veut dire que pour gagner il doit en gagner beaucoup plus. -50000, +100000, +150000. Il faut que les nombres soient cohérents c'est à dire que grosse perte gros gain, petite perte petit gain. Donc on regarde ça.</p>
<p><Internals\Entretien CHA</p> <p>On regarde de façon très précise cette arrivée de chiffre d'affaire en relation avec les comptes qu'ils ont prévus ; on se pose la question « si le chiffre d'affaires arrive moins vite, est ce qu'ils ont des coûts variables qui pourraient être coupés sans que cela gêne ? », on fait toutes ces analyses pour essayer de comprendre quelle est la résilience du projet, est ce que le projet tient si jamais les ventes sont contraires.</p>
<p><Internals\entretien CC> -</p> <p>C'est par exemple le temps d'accès au marché, s'il recrute son directeur commercial en janvier et que dès février il y a des ventes, nous on va dire non le temps d'éducation du marché ne va pas se faire comme ça, le commercial ne va pas tout de suite faire des ventes. Donc on va valider un petit peu par rapport au moyen qu'il a mis en place les premières ventes quand elles se font pour nous justement par rapport au process, par rapport au business, est ce que c'est cohérent ou pas...</p>
<p><Internals\BEL></p> <p>Ensuite on a le business plan. Le BP n'attire que peu mon intérêt. Je sais qu'ils ont fait un travail sérieusement qu'ils m'ont amené. Après ils ont pris Excel et ils ont dragué toutes les cellules vers la droite pour faire année N+1, N+2, N+3 etc. Donc ce n'est pas très sérieux. On n'a jamais vu une <i>startup</i> réaliser son BP et les projets en général sont en dessous, quelques fois au-dessus. Ça nous permet de voir ceux qui ont simplement pris Excel et s'en sont servis, et ceux qui ont sérieusement pris le BP pour dire au troisième trimestre 2016 j'attaque les USA, 2017 j'attaque le Japon et ensuite j'attaque la Chine, et leurs chiffres subissent une inflexion du fait de leur stratégie. Et donc c'est un BP beaucoup plus élaboré et ça fait plus sérieux</p>

2.2.3.3.3. La capacité de gouvernance

Le récit du BA dans ce cadre est lié à la capacité de coordination des ressources humaines présentes et futures au sein de la firme entrepreneuriale en amorçage. Il s'agit d'une part d'éclaircir la contribution stratégique de chaque acteur et d'autre part d'assurer une entente entre les actionnaires. Ces deux éléments influencent le développement de la firme entrepreneuriale.

La levée des fonds auprès des BA doit être une stratégie volontaire de la part de l'équipe qui doit être consciente des conséquences induites. Elle doit être capable de répondre de façon raisonnée à la surprenante question : « *qu'attendez-vous de nous ?* » (SAR). Elle est

surprenante par le fait que les acteurs savent que c'est la recherche de financement qui justifie leurs interactions. Le BA s'attend à une implication stratégique dans le projet investi. L'équipe doit démontrer qu'elle veut retirer une plus-value autre que financière de la participation des BA. Elle doit donc être ouverte aux conseils et suggestions.

« On investit seulement mais on s'investit aussi dans les projets qu'on finance. Ça veut dire dès l'instant où on va mettre de l'argent dans les sociétés on demandera aussi à être impliqué dans sa gouvernance. Lorsque d'emblée le porteur souhaite nous cantonner au seul rôle d'investisseur sans qu'on ait un siège au conseil d'administration sans qu'on soit impliqué dans le comité stratégique, sans qu'on soit mis au courant et acteur de la gestion de l'entreprise, ça ne nous intéresse pas de participer à un tour de table. » (DUC)

Les porteurs de projet sollicitent très souvent plusieurs investisseurs. La cohabitation entre BA de différents réseaux ou des différentes catégories d'investisseurs est un aspect qui peut rebuter certains apporteurs de capitaux. Le BA, dans sa philosophie, veut accompagner la firme entrepreneuriale dans son amorçage et non se substituer aux dirigeants. Il souhaite que la réussite du projet soit le fruit des efforts des porteurs. C'est d'ailleurs pour cela qu'ils sont toujours minoritaires au capital. S'il constate la présence d'investisseurs avec des motivations contradictoires à cette philosophie, il anticipe des difficultés de collaboration au moment de trouver des solutions collectives. Ainsi, son envie de participer au projet sera entamée en dépit du potentiel perçu. Dans les différents comités stratégiques de la firme, il peut y avoir des experts extérieurs qui vont suivre le projet. La communication avec ces différents acteurs doit être aussi possible. Il revient aux porteurs de faire régner leur *leadership* afin d'assurer l'entente au sein de leur actionnariat.

« Si on a par exemple un investisseur qui veut s'associer à la boîte en complément de ce qu'on peut faire etc et on pense que c'est un investisseur qui ne comprend rien ou qui n'est pas capable de prendre une décision qui soit constructive ou c'est quelqu'un de conflictuel, c'est sûr qu'on ne va pas mettre de l'argent parce que ça va créer des conflits. » (MIC)

L'entente dans l'actionnariat peut s'évaluer aussi sur la base de la répartition du capital entre les porteurs du projet eux-mêmes. Les parts de chacun et le pourquoi des répartitions intéressent les BA. L'écart de répartition des parts au sein du capital peut être justifié par une différence dans les charges de travail ou par une différence des apports à la constitution de l'entreprise. Il faut donc que cette structure du capital soit acceptée par tous les acteurs pour garantir une entente au sein de l'équipe. Ce sont les conditions pour une gestion saine.

« Il y a un point sur la carte de répartition du capital c'est à dire qu'il faut que le management ait au moins 80% du capital. Si jamais il y a quelqu'un qui fait 20% du capital et qui ne fait rien, il y a un problème. Cela handicapera au moment de lever d'autres fonds »
FAY.

Tableau 42: Verbatim supplémentaires sur « la gouvernance »

<p><Internals\BEL> - Ce qu'on n'aime pas c'est quand il y a un fonds et je vous mets en concurrence avec un fonds. Nous on se replie parce que nous on n'a pas la même philosophie avec les fonds. Notre philosophie c'est d'accompagner et de partager avec les entreprises et de les aider. Le fonds c'est de faire de l'argent. Ce n'est pas la même philosophie.</p> <p><Internals\Entretien CHAM> - En particulier les parties prenantes et la capacité de l'équipe ; on va commencer à voir un certain nombre de partie prenantes qui sont en relation positive avec leur projet ; des gens qui restent enfermés dans leur bureau, s'ils font de la R&D pourquoi pas et encore même pour la R&D l'échange est important C'est des choses qu'on sent mais il y a des projets où c'est encore plus important que d'autres.</p> <p><Internals\Entretien SAR> Là c'est clair, la première chose c'est l'argent. Parce que sans argent on n'a rien ! parce que même si vous avez la plus belle voiture du monde, sans essence elle ne marche pas. Par contre si vous avez une Ferrari, (...), j'imagine conduire une Ferrari, je suis incompetent pour piloter une Ferrari sur un circuit à 300km/h, je paniquerais beaucoup, donc j'ai besoin d'un copilote, qui m'apprenne à piloter à 300km/h.</p> <p><Internals\Entretien BRU> Nous on va mettre en place un comité stratégique qui se réunira au minimum 3 ou 4 fois dans l'année. On va dire par exemple que nous on veut pas être là tous le temps mais on souhaite être consulté pour certaines grandes décisions comme voter le budget de l'année, être consulté pour un recrutement qui n'avait pas été prévu si leur salaire est supérieur à un seuil donné, on va aussi définir les règles d'évolution du capital comme les gens qui sont dirigeants de l'entreprise ne peuvent pas quitter l'entreprise au bout d'un an ou deux sans être pénalisés eux-mêmes parce que généralement les gens qui ont créé l'entreprise ils ont une part importante du capital avec une valeur bien moindre inversement à ce qu'ont mis les BA, on ne veut pas qu'ils sortent du jour au lendemain puisque l'entreprise repose sur un certain nombre de personnes.</p>

La faisabilité perçue est une seconde similarité structurelle issue de l'expérience des BA. C'est aussi un aspect important de leur définition de la firme entrepreneuriale en amorçage, enfoui en mémoire, qui doit s'opérationnaliser d'une quelconque façon dans les projets à évaluer.

2.2.3.3.4. La faisabilité perçue vue à travers la théorie de l'alignement structurel

Les risques techniques/économiques sont relatifs aux différents aspects du projet indépendant de l'existence d'un potentiel à monétiser. Ils apportent aussi des preuves sur les capacités de l'équipe (confer tableau 43 ci-dessous). Le BA interroge les connaissances des

entrepreneurs. Il juge le réalisme et la rigueur dans la réflexion. Cet état des lieux lui permet d'évaluer ainsi l'utilité de sa contribution au projet et donc la propension à la collaboration de l'équipe. Les porteurs montrent leurs aptitudes à utiliser rationnellement les ressources financières et les différents scénarios de gestion seront challengés pour estimer la résilience du projet. Ce sont leurs compétences de gestionnaire et de planificateur qui sont approximées. En remettant volontairement en cause les prévisions faites par les entrepreneurs, le BA teste son ouverture d'esprit, sa flexibilité et sa capacité à se remettre en cause. L'équipe doit montrer un *leadership* qui lui permette d'assurer une bonne entente au sein des différents comités stratégiques qui seront mis en place. A travers la gouvernance, le récit permet au BA d'anticiper chez les porteurs de projet des qualités humaines diverses : l'écoute, la propension à la collaboration, la maîtrise de la communication financière etc. La vision défendue par les porteurs va les orienter vers la recherche de partenariats pertinents. Les entrepreneurs qui ne veulent pas évoluer sont plus hésitants dans la recherche de collaborations externes. Nous retrouvons ainsi des valeurs humaines qui vont être approximées durant la phase d'instruction.

Tableau 43: : Récapitulatif sur la dimension « faisabilité perçue »

ELEMENTS	DETAILS
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> - Risque technique - Risque économique - Apports stratégiques des investisseurs - Entente dans l'actionnariat
Faits observés	<ul style="list-style-type: none"> - Choix et contractualisation avec les fournisseurs - Description de l'amont du produit ou service - Chiffrage sur la réalisation du projet - Disponibilité de la main d'œuvre technique - Coûts et disponibilité des intrants - Propriété intellectuelle au nom de la société - Comment les porteurs ont su gérer le peu de capitaux qu'ils avaient à leur disposition - Présentation d'un timing des activités - Preuve de la recherche de sources de financements alternatifs - Plan de financement futur du projet - Crash tests - Maîtrise de la communication financière - Qualité de la communication immédiate avec les investisseurs

	<ul style="list-style-type: none"> - Preuve d'engagement des acteurs connus comme experts du domaine - Diversité des sources de financements par l'équipe - Déontologie/Comportement des différents investisseurs - Cohérence des informations fournies - Répartition cohérente du capital entre associés
Capacités humaines inférées	<ul style="list-style-type: none"> - Réflexion - Agilité intellectuelle - Rigueur et leadership - Ouverture d'esprit - Communication - Ecoute et discussion - Capacité de collaboration et <i>Bootstrapping</i> - Capacité à se remettre en cause - Planification - Capacité de gestion humaine et financière - Compétence technique - Honnêteté et cohérence - Vision

Le tableau ci-dessus montre l'apport de la similarité structurelle « faisabilité perçue » à l'approximation des valeurs de l'équipe entrepreneuriale. La cohérence de la planification technique et financière offre des indicateurs supplémentaires à la cognition de l'investisseur. Certaines valeurs déjà jaugées à travers « l'acceptabilité perçue » sont encore questionnées. Le fonctionnement cognitif du BA lui permet ainsi d'ajuster continuellement ses inférences dans son action d'investissement. Il le fait non seulement pour l'enjeu financier que cela peut représenter pour lui mais aussi pour les porteurs de projet qui peuvent profiter de leur avis.

2.2.3.4. La monétisation durable de l'offre ou le go to market

L'équipe est aussi évaluée à travers sa capacité à transformer le besoin exprimé sur le marché en chiffre d'affaires. Il s'agit ici de la pénétration du marché, de la protection de son avantage et donc de la durabilité de l'offre. Ce sont des aspects critiques de la vie d'une entreprise.

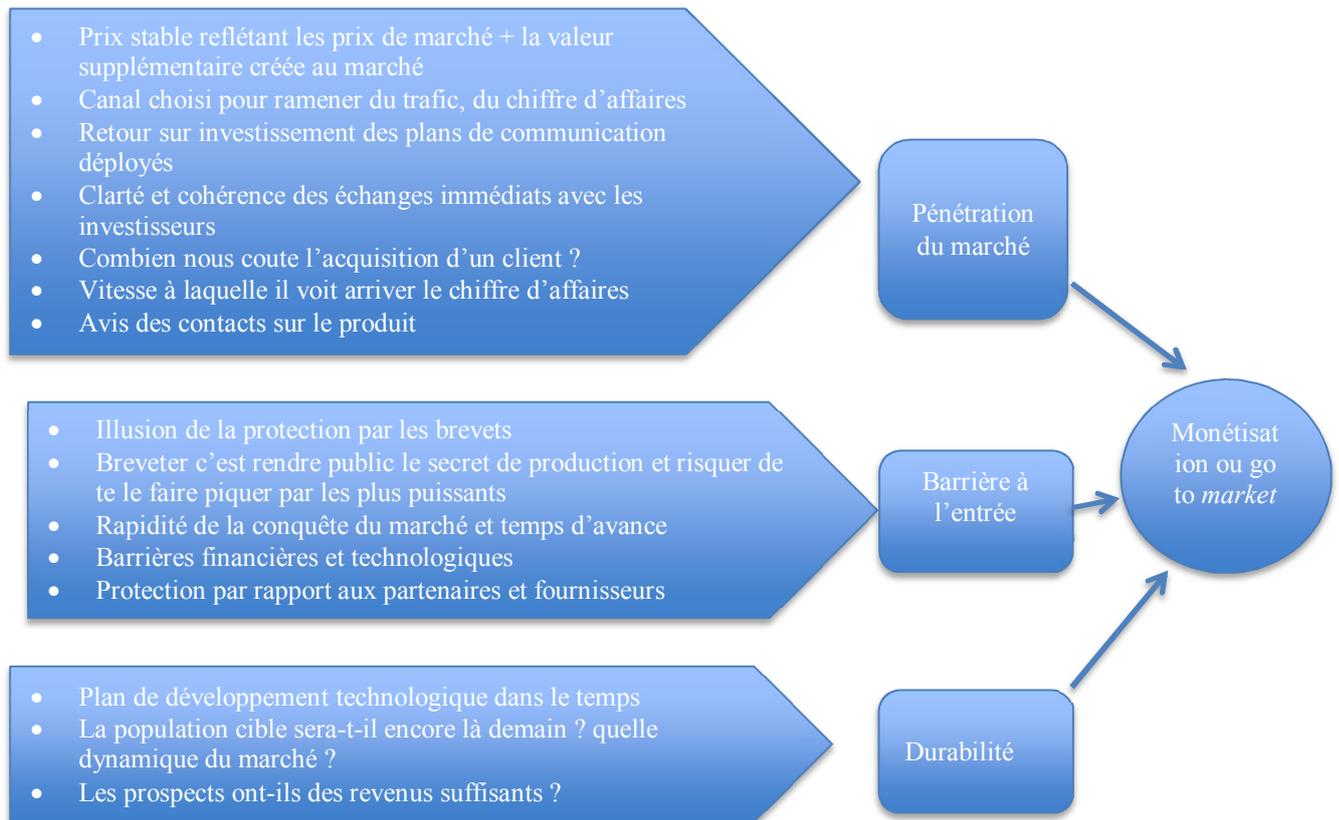


Figure 28: Structure des données relatives à la dimension « monétisation durable de l'offre »

2.2.3.4.1. La pénétration du marché

Cette dimension est « *plus compliquée à critiquer, plus compliquée à ressentir, à respirer* » (DAD). Il s'agit de faire rentrer du chiffre d'affaires de façon profitable dans les caisses. Il faut aller au-delà du besoin identifié et du premier client sensibilisé ou de la première couverture presse : « *Je prends un exemple sur le secteur internet... C'est bien d'avoir des milliers de visiteurs mais si c'est des visiteurs gratuits, ça ne peut pas être éternel. A partir d'un moment donné il faut regarder comment on gagne de l'argent ? Où on va à qui on vend ?* » (BRU). L'équipe doit montrer la stratégie qu'elle a commencée par déployer et les premiers retours sur investissement commercial.

La pénétration du marché mobilise les compétences commerciales de l'équipe et le BA veut comprendre la stratégie qui sera déployée par les porteurs. Indépendamment du fait que le marché soit beau et grand, est-ce que l'équipe saura accéder à ce marché ? La

sensibilisation à l'idée qui avait débuté constitue une première étape de la stratégie commerciale.

« Nous ce qu'on cherche à savoir, c'est quel délai on va avoir pour que le marché s'enflamme sur un produit, donc on va regarder si l'usage est déjà connu ou pas, comment ils pensent le marketer, le communiquer, le vendre et en fonction de tout ça et des discussions qu'on a avec eux, on va se faire une opinion pour savoir si quand ils nous disent qu'ils atteignent un chiffre de X en 2 ans, c'est raisonnable ou pas » (CHAM)

La politique de prix est un élément important de cette monétisation de l'offre. Les firmes entrepreneuriales en amorçage ont tendance à se brader puisqu'elles sont tentées par la facilité. Une telle approche conduit généralement à des ventes à perte. La firme doit plutôt être certaine de la valeur qu'elle crée au marché et communiquer là-dessus. La tarification ne doit pas être une variable d'ajustement au marché. Il faut *« s'assurer que le cout du produit est évalué de manière réaliste, que le prix de vente qu'on peut espérer est estimé de manière réaliste, donc que la marge va être conséquente pour permettre le développement de l'entreprise » (GAZ)*. Le prix doit intégrer la valeur réellement créée au prospect. Une politique de prix doit être fixe, c'est-à-dire qu'on ne doit pas être perpétuellement en train d'accorder des remises pour fidéliser un client.

Le canal de conquête de la part de marché est un second aspect de la stratégie de pénétration. Il faut être critique vis-à-vis de la façon dont l'équipe veut amener du trafic. L'accès à une base de client stable peut passer par les réseaux des membres de l'équipe : *« ils ont visiblement des contacts qui ne sont pas idiots avec les conseils régionaux dans le Maine et Loire et qui sont un peu meneurs dans le domaine donc on peut espérer que ça aille un peu plus loin » (CHES)*. Un large réseau d'acteurs crédibles est susceptible de porter le message de la nouvelle firme auprès des consommateurs finaux. La structure du réseau et les leviers d'incitation deviennent des paramètres importants de la stratégie pour gagner des parts de marché. L'équipe doit alors donner des détails sur ces aspects aux BA. Les canaux sont divers : site internet, couverture presse, *flyers* etc. La taille visée sur le marché est un autre point important de la stratégie de pénétration du marché. Il est préférable de lorgner une petite part du marché avec des petits acteurs, l'objectif étant de ne pas éveiller la curiosité des potentiels concurrents qui, par leurs moyens, peuvent rapidement dupliquer l'idée. Les porteurs doivent apporter les preuves de test de la stratégie de conquête de marché souhaitée : *« comment il va faire pour passer de 10 clients à 100 clients ? dites-nous racontez-nous ? et si on ne le sent pas trop il faut revoir le BP, il faut être honnête quoi » (DL)*

La maîtrise du plan marketing doit permettre à l'équipe d'évaluer le cout d'acquisition d'un client. Toutefois, la pertinence de ce plan de communication futur et la capacité du porteur à vraiment le déployer s'évalue d'abord à travers la clarté de sa communication immédiate. Le BA va porter un jugement sur la façon dont le porteur décrit sa conquête du marché : *« on regarde déjà ce qu'il nous propose à nous dans l'immédiat, comment il communique avec nous. Quelquefois c'est idiot mais si vous avez une présentation en 3 ou 4 pages de l'entreprise avec une faute d'orthographe toutes les 3 lignes avec des dessins qui sont moches comme tout, qu'on n'ait pas envie de lire tout ça, déjà on se dit communication marketing il y a un petit problème »* (DL). La qualité et la cohérence de sa communication immédiate, c'est-à-dire comment il échange avec les instructeurs sont des indicateurs de sa capacité à gagner des parts de marché. Les chiffres et projections avancées par l'équipe ont peu d'importance intrinsèque dans cette explicitation de la monétisation du marché. Le porteur ne doit pas attendre la levée de fonds pour partir à la conquête du marché.

Tableau 44: Verbatim supplémentaires sur « la pénétration du marché »

<p><Internals\ENTRETIEN MIC</p> <p>Oui après ça n'a rien à voir. Après il faut démontrer qu'il y a un marché et que vous répondez à un besoin et après il faut aller à la conquête de part de marché. C'est à dire que vous pouvez bien rester dans votre garage avec votre vision adéquate, si à un moment donné vous n'êtes pas un guerrier si vous n'allez pas à la conquête de part de marché avec des ressources et des outils déployés, ben oui la stratégie commerciale elle vient à ce niveau-là. Comment est-ce que je fais pour gagner des parts de marché. Pour facebook, il s'est dit ok je suis sur un créneau très intéressant. J'ai mis le doigt dessus et je suis le premier à priori donc voilà j'ai réussi à fédérer des personnes, comment je fais pour garder la longueur d'avance ? et donc là c'est la stratégie commerciale.</p> <p><Internals\BEL> -</p> <p>Quelqu'un qui me dit j'ai gagné 25 concours en tête. Alors tu as combien de revenus ? Non je n'ai aucun revenu. Bon on n'en a rien à faire ça. On balance toujours entre les deux. On a vu des gens j'ai eu plein de retombées presse. Bon alors combien de revenus ? parce que on a vu des sociétés avec des couvertures presses fantastiques mais il n'y a pas de business. Bon il faut aller comprendre pourquoi. Ça on essaie de comprendre pourquoi et si on comprend que c'est beau sur le papier et que l'exécution ne marche pas, là ça ne prend pas.</p> <p><Internals\Entretien DAD></p> <p>avec des gens qui ont faim sur le marché et qui ont envie de voir le produit arriver, si je n'ai pas les bons canaux de distribution : ça ne va pas marcher !! si je n'ai pas les moyens de tendre les bras pour offrir à ceux qui l'attendent, ce fameux produit ou ce fameux service...et parfois il faut avoir le bras long, plus on a le bras long et plus on se fatigue vite ; i.e que plus je mets de l'intensité dans mon offre, plus ça coûte cher et plus je me fatigue vite...et bien si je n'ai pas une bonne démarche dans ce domaine-là, eh bien mon projet capote !</p> <p><Internals\Entretien DEC> -</p> <p>Vous avez typiquement les gens qui viennent nous voir et qui sont convaincus d'avoir le meilleur produit le meilleur service et qui vous disent « il suffit d'embaucher 10 commerciaux et ça va se vendre tout seul ! » ; en général on a appris que trouver 10 commerciaux ce n'est pas si facile que ça (en trouver 10 bons je veux</p>
--

dire) et que quand un produit est nouveau de toute façon, ça va toujours mettre du temps avant de se vendre ; on est toujours très prudent. De même que celui qui vient nous voir en disant « je veux 1 million d'euros pour lancer une campagne de communication sur internet » ; en général on lui dit « non merci » parce que d'abord 1 million d'euros nous on n'arrive pas à les lever, c'est trop pour nous, et que 1 million d'euros pour une vraie campagne de communication sur internet c'est pas assez ; c'est pas crédible.

<Internals\BEL> -

Par exemple il y a 2 millions de PME et j'en prends 10%. Ce n'est pas j'en prends 10% mais c'est comment prenez-vous 10% ? là c'est la question que je me pose. Et la question c'est je vais aller sur Facebook et vous mettez 2 millions de PME... elles ne sont pas sur Facebook donc ce n'est pas la bonne approche. Bon je vais aller sur twitter, bon sur twitter on fait beaucoup de choses mais il n'y a pas beaucoup d'engagement derrière. Quel est le plan d'action ?

2.2.3.4.2. Les barrières à l'entrée

Les barrières à l'entrée regroupent un ensemble de mécanismes qui permettent à la firme entrepreneuriale de protéger son avantage concurrentiel sur un marché. C'est un point clé du questionnement des BA au cours de l'instruction : « *Pour un projet innovant, il faut qu'il y ait des barrières à l'entrée sinon aujourd'hui pourquoi on investira dans un projet A et non dans un projet B si demain on peut copier. Enfin je ne vois pas l'intérêt de rentrer dans ce projet-là.* » (CC).

Les propos des BA sur cet aspect des projets commencent par l'illusion autour des brevets ou de la protection intellectuelle. Les avis sont très nuancés sur l'efficacité des brevets. En effet, déposer un brevet ne représente pas la garantie contre un risque de duplication d'une idée dans la plupart des secteurs. Pour certains, le fait d'avoir déjà entamé des démarches sur la propriété intellectuelle d'une idée est de nature à rassurer les investisseurs. Si le brevet n'est pas abouti, il faut au moins qu'une enveloppe solo soit déposée, ce qui atteste de l'effectivité de la démarche. Il est aussi possible de procéder de façon informelle comme décrit par un BA : « *j'ai pris des articles j'ai créé des outils et je me fais une double envoie moi-même, et si comme ça quelqu'un me sort la chose, je ressors mon double enveloppe en disant ça ne vous appartient pas* » (DL). Dans le cas où la firme entrepreneuriale opte pour la protection par le brevet, il convient de maintenir la veille afin d'assurer le suivi : « *il faut suivre tout ça et il faut faire tout le nécessaire pour faire perdurer la protection, ça coute cher et on se préoccupe aussi de savoir si en permanence, qui peut faire la même chose ? ça c'est en permanence dans notre questionnement.* » (DAD). Pour les anti-brevets, en déposer c'est aussi donner les clés de la duplication de l'idée à la concurrence : « *à partir du moment où il y a dépôt de brevet tu donnes la clé du marché aux concurrents parce que c'est très facile de copier un brevet* » (DEC). En rendant le brevet

public, vous informez les autres de votre idée et ces derniers peuvent s'en inspirer et le modifier à leur avantage. Ceci qui peut compromettre les améliorations futures.

Les aspects coûts et exposition publique qu'induisent les brevets poussent les BA à qualifier ce type de barrière à l'entrée d'illusoire. Ils reviennent donc à des dimensions plus opérationnelles de la protection de l'avantage concurrentiel comme : la rapidité de conquête du marché et le temps d'avance par rapport à la concurrence, la barrière financière. La rapidité de conquête du marché et le temps d'avance consistent à débiter rapidement l'activité, à trouver rapidement les clients et à s'ancrer durablement dans le marché, empêchant les concurrents de "grignoter" ses parts de marché. La barrière s'explique par le fait que l'accès est soumis à de longues périodes de négociation, à des procédures de référencement ou à des processus de cooptation par des acteurs influents du marché. Dans des secteurs moins concentrés et donc plus concurrentiels, la barrière s'établit grâce à l'avance technique ou technologique par rapport aux poursuivants. C'est la complexité et le temps requis pour le développement qui constituent la barrière. Il faut donc être capable de passer à une version 2 lorsque le concurrent arrivera à s'attaquer à la version 1. Ce faisant, la sortie de la nouvelle version donne la garantie que le client actuel restera dans la relation avec son fournisseur traditionnel. Dans certains cas, c'est la notoriété du produit qui vaut une barrière pour elle : *« par exemple pour imposer un concurrent à Facebook, il faut vraiment s'accrocher parce que Facebook c'est une marque tellement forte que c'est une barrière à l'entrée en soi. »* (MIC). C'est aussi la vision qui est ainsi questionnée. Le porteur de projet doit étudier les différentes possibilités et présenter de façon cohérente aux BA, l'approche qui correspond le mieux à son idée.

Tableau 45: Verbatim supplémentaires sur « les barrières à l'entrée »

<p><Internals\BEL> - D'autres celles qui sont dans le domaine du logiciel n'ont pas la possibilité de breveter. Là la façon de dominer le monde c'est d'aller très vite sur le plan marketing c'est à dire devenir la référence. si je te dis quelqu'un qui fait de la location de chambre à des privés je me dis c'est R B&B, du covoiturage c'est blablacar. Une fois qu'on est arrivé là beh tu as gagné. Tout les concurrents ne peuvent plus entrer. Donc c'est soit le brevet ou c'est soit une technologie béton et qui est cachée ou soit d'avoir conquis le marché. et tout ca ca demande de l'argent.</p>
<p><Internals\Entretien BB> L'autre partie de l'avantage concurrentiel pour les startups c'est d'aller plus vite que ses concurrents. Du coup est ce que c'est une entreprise qui va demander beaucoup de capitaux pour justement faire beaucoup d'investissement et ainsi créer une barrière à l'entrée naturelle parce qu'elle va se placer en tête très rapidement via ses investissements. Ou est-ce que c'est vraiment</p>

un élément différenciant avec une propriété intellectuelle brevetée en France en Europe et dans le monde qui va empêcher les gens parce que c'est une technique vraiment très spécifique qui a été développée pour un cas concret, est ce que ça c'est suffisamment protégé, est ce que la protection elle est suffisamment adaptée ? Pour éviter que les nouveaux entrant ou les acteurs existants puissent développer la même chose. Donc l'aspect concurrentiel barrière à l'entrée pour moi c'est deux choses tout à fait délicat.

<Internals\Entretien BRU>

Sur des inventions et des projets industriels, il est vrai que face à un groupe important on peut se demander si on peut tenir tête avec un brevet. Vous savez bien aussi que la contrepartie du brevet c'est qu'il est public. On peut être amené dans certains cas à dire qu'il ne faut peut-être mieux ne pas rendre publique l'invention garder le maximum de choses secret parce que la meilleure protection c'est de ne pas donner d'informations sur ce qui est fait à l'instant où c'est fait. Parce que le fait de publier le brevet surtout dans une période où on n'a pas encore tout à fait tout mis au point, ça va donner la puce à l'oreille aux concurrents qui vont peut-être s'inspirer du brevet qui vont avoir l'idée de le modifier si bien que la protection sera illusoire parce que d'abord on n'a pas les moyens suffisant pour affronter les grands groupes et d'un autre côté, on aura donné des bonnes idées aux autres. Donc c'est vrai qu'il faut faire très attention à ça.

<Internals\Entretien FAY> -

Ça peut être une barrière commerciale si justement on a besoin de temps pour négocier avec tous les fournisseurs 1 par 1. La barrière elle n'est pas forcément technologique, c'est plus pour quelqu'un qui va entrer sur le marché est ce que c'est facile pour lui ou pas ?

2.2.3.4.3. La durabilité

Pour intéresser les BA, la monétisation de l'offre doit être durable. Il y a des interrogations sur la solidité financière des clients principalement lorsque modèle de la firme est de nature B-to-B. Lorsqu'on s'intéresse à une tranche de la population qui exprime un besoin mais qui financièrement peut causer le ralentissement de l'activité, il existe un risque de non durabilité de l'idée. « *Ça peut arriver qu'on lance un produit qui n'intéresse que 3 ou 4 industriels. Là il faut s'interroger sur le fait que ces industriels seront encore là demain matin.* » (DEC). L'évolution de cette population est un second point d'interrogation. Lorsque le projet cible par exemple le service social avec des personnes âgées, il y a aujourd'hui une certitude quant à une évolution positive parce que la durée de vie ne cesse de s'allonger. Parallèlement lorsque vous vous intéressez à des passionnés de moto par exemple, il faut aller chercher les statistiques confirmant une évolution de cette population. La croissance du marché ou de la population cible peut aussi être envisagée sur le plan international.

L'équipe projet doit maintenir la veille sur le marché, soit directement soit en se basant sur des contacts privilégiés parmi ces prospects. La durabilité peut être assurée à travers le caractère complet de l'offre afin de garantir la fidélité du client en se démarquant

sur le marché. Le client satisfait restera engagé dans la relation avec son fournisseur. Le porteur doit pouvoir anticiper ou imaginer ces services supplémentaires qui feront la différence. Il augmente non seulement son chiffre d'affaires immédiat mais aussi enracine la relation clientèle. Le projet doit profiter des synergies entre services afin de pouvoir garantir sa survie. Elle peut ainsi s'adjoindre des activités complémentaires pour mieux répondre aux besoins des clients. En restant trop étroit et focalisé sur une même clientèle avec un même service, le risque de ralentissement de l'activité est élevé parce que l'environnement économique évolue perpétuellement.

La durabilité s'évalue aussi à travers une dynamique d'amélioration constante et contrôlée de l'offre, c'est-à-dire « *qu'il faut maintenir la R&D mais ça ne veut pas dire perpétuellement réinvestir tout dans la recherche et développement parce que ça finit par avoir un produit qui n'est jamais abouti* » (JPD). Elle passera par la flexibilité et la réadaptation continue de l'équipe. La bifurcation stratégique est chose courante pendant la phase de démarrage des firmes entrepreneuriales. Un projet trop étroit est celui qui n'a pas une vision de son développement dans le temps et généralement ça ne va pas loin dans ce cas. Il faut une équipe qui peut rester à l'écoute des besoins afin d'être les premiers à apporter des réponses. L'axe principal de démarrage doit s'enrichir continuellement. Ceci doit être cohérent avec la vision de l'équipe et les compétences au sein de cette équipe.

Tableau 46: Verbatim supplémentaires sur « la durabilité »

<p><Internals\ENTRETIEN AMA></p> <p>Là encore je vais dire ça dépend du marché. Des marchés qui sont extrêmement dynamiques et concurrentiels, ma capacité à innover et à changer mon offre régulièrement dans les phases initiales de mon projet va être plutôt un avantage. Dans d'autres, si je travaille dans du B to B, avec des grands groupes, immédiatement vaut mieux que le projet soit durable sinon j'aurai du mal à signer les grands comptes. Il serait plus pertinent d'aller taper des entreprises qui ne sont pas mes premières cibles avec une offre qui n'est pas stable c'est à dire qui ne va pas être durable pour ensuite lorsque j'aurai atteint un certain niveau de stabilité, je vais aller démarcher mon cœur de cible de grandes entreprises. Donc c'est une stratégie commerciale à adapter.</p> <p><Internals\Entretien avec CHES></p> <p>On peut imaginer que si les travaux ne sont pas trop onéreux ils soient faits mais je pense que malheureusement on vit dans une période de crise et que les gens n'ont plus d'argent. Et que la personne âgée en règle générale n'a pas les moyens. Quand on voit le niveau des retraites ça ne permet pas de faire les travaux hein. Simplement changer une baignoire en douche, c'est entre 5 et 6 mille euros. Comment on fait... le risque de ralentissement est donc palpable</p> <p>Malakoff Médéric, Harmonie Mutuelle ils sont très riches c'est des gros acteurs ça. Maintenant il faut voir comment on peut les avoir. Oui si ça marche avec eux c'est très positif. Je les connais très bien, c'est un gros acteur de la retraite en France, ça fera partie des 5 caisses de retraite dans les années à venir (il ne restera que 5) et ce serait bien... ils visent essentiellement les conseils généraux mais l'action sociale ne nous trompons pas il n'y a plus d'argent. C'est un peu le problème des conseils généraux.</p>
--

<Internals\\Entretien DL> -

J'ai eu le cas récemment là j'étais hors comité d'instruction mais c'était ma première réaction. Le gars on ne sent pas du tout vers quoi il va se diriger. Là c'était un gars qui voulait faire une startup qui proposait une façon particulière de faire du voyage en moto. Et il me disait moi je vais me situer aux agences qui ne sont pas spécialisées et je vais aller à la recherche des gens qui veulent faire dans différents pays etc... et tout était basé là-dessus, sur la moto. Je lui ai dit écoutez aujourd'hui ce qui marche c'est la moto je ne sais pas moi, est ce que vous ne pensez pas faire ou élargir votre service. Il répond « Ah ben oui on y pense ». Alors si vous le pensez dites le... Parce que là si vous vous intéressez aux motos ça va pas aller loin votre affaire... son histoire de moto par exemple, il y a des grands opérateurs de voyage qui le jour où ils vont voir que ça marche, ils vont le bouffer en 5 minutes. C'était trop étroit.

La monétisation durable est une autre similarité structurelle apparue importante dans les propos des BA. Une nouvelle idée entrepreneuriale doit montrer comment elle génère des revenus durablement. Cette objectif peut être atteint de divers manières et c'est en situation que le BA jugera les éléments exposés par les porteurs de projet en ce sens.

2.2.3.4.4. La monétisation de l'offre vue à travers la théorie de l'alignement structurel

La monétisation est la similarité structurelle décrivant la partie du récit sur l'aptitude à ramener du trafic commercial mais aussi à protéger son avantage de façon durable sur le marché. Le BA va évaluer la pertinence de l'approche de la clientèle développée en cohérence avec le type de produit et la vision présentée. C'est en ayant une communication adaptée avec les investisseurs que l'équipe sera perçue comme capable de convaincre le marché. La qualité de la réflexion, la planification et la vision sont approximées à travers la présentation de la stratégie de marché et de son développement. Le potentiel générateur de revenu de l'idée sera adossé aux valeurs de l'équipe. Ce sont encore les capacités de l'équipe qui sont importantes. S'il n'arrive pas à convaincre les BA, ces derniers ne vont pas croire en sa capacité à vendre sur le marché son produit et à développer son activité.

Tableau 47: Récapitulatif de la dimension « monétisation de l'offre »

ELEMENTS	DETAILS
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none">- Monétiser le marché- Protection de l'avantage- Durabilité- Flexibilité et réadaptation
Faits observés	<ul style="list-style-type: none">- Présentation des caractéristiques détaillées de l'offre- Preuve des contacts avec la population cible

	<ul style="list-style-type: none"> - Comment le réseau a été mobilisé ? - Explication du <i>switching cost</i> - Communication immédiate avec les investisseurs : écrit, présentation, dialogue - Portefeuille commercial actuel et évolution - Preuve de l'engagement des premiers prospects - Détermination du cout d'acquisition du client - Proportion du marché visé - Ambition réaliste sur l'évolution du marché - Détails des composantes du prix : cout de production + rémunération de la valeur créée - Réactivité durant l'instruction - Ecoute de conseil et suggestion des instructeurs - Cohérence du raisonnement - Temps de constitution de la base clientèle - Réactivité et rapidité au cours des rencontres d'instruction - Information sur la concurrence et leur projet - Précautions juridiques avec les partenaires techniques
Capacités humaines inférées	<ul style="list-style-type: none"> - Communication - Réflexion - Agilité et souplesse intellectuelle - Honnêteté, cohérence et transparence - Compétences commerciales et techniques - Planification - Ouverture d'esprit - Capacité de collaboration - Vision

Certaines manifestations ou comportements de la cible que le BA relie à « la monétisation durable » de l'idée entrepreneuriale permettent encore d'approximer les valeurs de l'équipe. Le BA continue par transformer ainsi subjectivement les éléments factuels racontés en indices pertinents sur les capacités humaines de l'équipe. L'auto-ajustement continu puisque des valeurs humaines qui ont déjà émergé avec les autres similarités structurelles, sont encore mises en œuvre à ce niveau.

2.2.3.5. Les labellisations extérieures

C'est la dernière similarité structurelle identifiée. Il s'agit ici des reconnaissances et des supports extérieurs au réseau de BA et obtenus par l'équipe entrepreneuriale. Le principe sous-jacent est que l'investisseur accorde une importance à la caution morale d'acteurs

extérieurs au réseau, en lien avec le projet objet de leur attention. La structure des données de cette dernière dimension est présentée ci- dessous (figure 29).

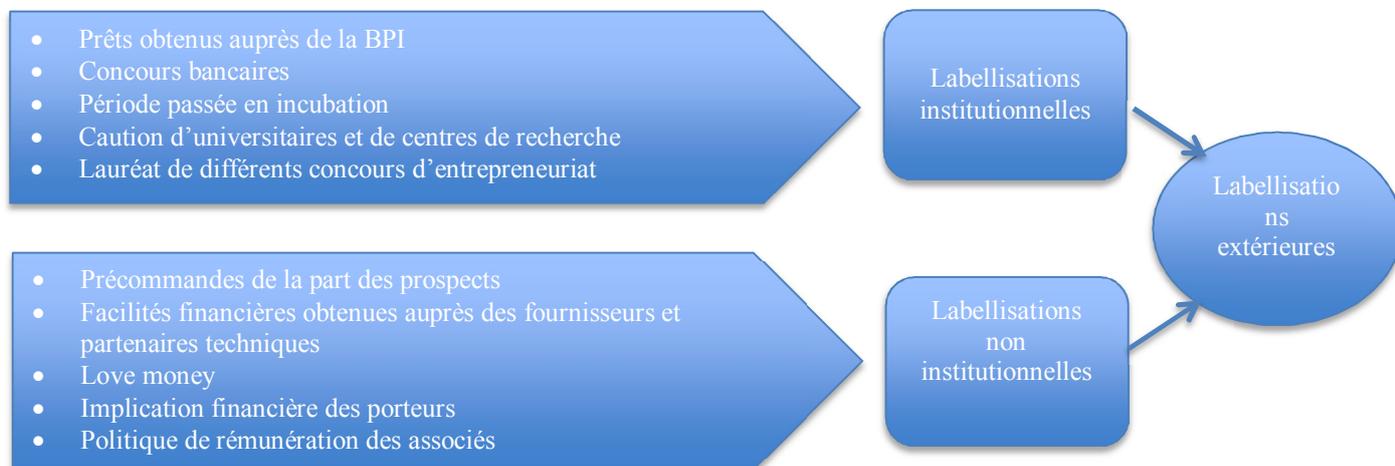


Figure 29: Structure des données relatives à la dimension labellisation extérieure

2.2.3.5.1. Les labélisations institutionnelles et non institutionnelles

L'écosystème entrepreneurial connaît aujourd'hui de multitudes d'acteurs aussi bien institutionnels qu'informels (de simples réseaux ou clubs). Aujourd'hui, la Banque Publique d'Investissement est devenu un acteur incontournable dans le suivi des projets d'innovation. Selon certains BA, elle dispose d'une véritable expertise pour jauger de la pertinence de l'innovation. Elle est donc un partenaire clé dans le jugement du potentiel de l'innovation. Les incubateurs ou technopoles ayant accueilli les porteurs de projet pendant la maturation de leur idée sont une autre source d'information. Ils peuvent valider l'innovation mais sans grande certitude. D'autres institutions de suivi existent dans l'écosystème entrepreneurial. Il y a aussi le réseau personnel de l'instructeur qui va être mobilisé. Puisqu'ils ont été en contact avec l'industrie visée par le porteur, ils connaissent directement ou indirectement quelqu'un qui pourra les renseigner sur la personnalité des porteurs. Ils pourront ainsi avoir des informations sur son parcours et ses motivations : « *Je les crois parce que X (un porteur) il a une bonne réputation sur Angers. C'est un type sérieux et il ne raconte pas que des mensonges. Oui justement j'ai quelques relations qui m'ont dit que le type était quand même assez courageux et ce n'est pas un charlot* » (CHES)

Les banquiers sont très absents dans l'accompagnement de la firme entrepreneuriale en amorçage. Cependant, elles constituent une source pertinente d'information quand elles décident d'accompagner des porteurs de projets. Les crédits commerciaux accordés par les fournisseurs et les précommandes sont aussi des mécanismes impliquant des acteurs extérieurs et qui peuvent attester de la qualité de l'idée et de l'équipe. Un fournisseur peut affirmer son adhésion au projet en assouplissant ses conditions de contrat. Pour les clients qui croient au projet et à son porteur, l'adhésion passera par des avances de fonds sur commande qui devront permettre un démarrage rapide de l'activité. D'autres partenaires au projet, visant leurs propres intérêts, peuvent aussi manifester leur adhésion de la même façon. Toutes ces manifestations d'intérêts doivent par ailleurs se fonder sur la compétence de l'équipe à vendre sa belle idée. Le BA ne se prive pas de ces sources de confrontation de sa perception.

Le comportement de l'entourage du projet peut aussi être important pour le BA. Généralement qualifié de *love money*, ce sont des acteurs dont l'engagement financier peut ne pas s'expliquer par des prévisions de rentabilité ou de réussite commerciale du projet. Dans ce cas, ils ne sont pas jugés comme une source pertinente de confrontation des perceptions subjectives. Cependant, pour certains BA il est rarissime de « *voir des porteurs de projets duper leur entourage et leur famille* » (DL). Ainsi, si ces derniers s'engagent c'est qu'ils ont été persuadés par l'équipe et ils croient en leur capacité. Puisque l'homme dans la plupart des cas ne va pas tromper ses proches, l'engagement de ces derniers forme une caution externe sur la capacité des entrepreneurs. L'engagement de la famille et des proches est plus pourvoyeur de sens lorsqu'on est face à un jeune porteur de projet qui sort des études. Selon DL de Montpellier, « *c'est très rassurant des parents et des amis proches qui s'engagent financièrement dans un projet* ». Le porteur lui-même avec sa participation financière au capital est une autre source d'information. Un porteur quand il croit en son projet et lorsqu'il dispose d'un patrimoine, peut s'engager financièrement en participant au capital du projet. Ceci constitue un bon signal de sa motivation.

« *Il faut qu'il soit complètement impliqué dans son projet et donc également financièrement. On part du principe que si l'entrepreneur vient chercher des fonds auprès de nous, c'est qu'il a épuisé ses propres ressources et qu'il a besoin de faire appel à du financement externe. L'entrepreneur qui aurait des ressources qu'il n'aurait pas mises à contribution, ça met quand même sérieusement en doute sa motivation et le fait qu'il croit vraiment en son projet* » (DUC)

Pour les BA, leur intervention s'inscrit dans une logique d'aide ou de complément et donc le porteur doit montrer qu'il « *met ses propres billets dans l'affaire* » (LB). Cet

engagement passe par l'ensemble des dépenses personnelles qu'il n'a cessé d'engager dans les actions mises en œuvre antérieurement dans le cadre de son projet. Tous les porteurs de projet ne sont pas dotés de patrimoine et donc le fait de ne pas faire de participations financières n'est pas toujours un point faible du dossier. Dans cette configuration, le porteur doit plutôt afficher un certain réalisme, c'est-à-dire que son implication financière passera par une politique de rémunération raisonnable en évitant de donner l'impression aux financiers qu'il cherche à prendre plus qu'à apporter dans la réussite de son projet.

Tableau 48: Verbatim supplémentaires sur « les labellisations extérieures »

<p><Internals\\entretien CC></p> <p>Si le porteur il se prend 6000 de salaire net alors qu'il n'amène que 10000 par exemple, ça ce n'est pas un vrai porteur de projet ca. Ca ça fait partie des critères. Il faut quand même qu'il participe. Après on ne demande pas qu'il mette beaucoup d'argent mais on regarde par rapport à leur capacité financière personnelle, on demande qu'il puisse investir sinon c'est comme le banquier ça voudrait dire qu'il ne croit pas à son projet. S'il se donne un salaire et qu'il n'amène rien ce n'est pas un vrai entrepreneur.</p> <p><Internals\\Entretien avec RB></p> <p>C'est quelque chose que je fais beaucoup ces derniers temps, je me renseigne auprès d'autres personnes qui ont travaillé avec cet entrepreneur pour voir les qualités qu'ils lui ont trouvées. J'essaie de croiser mes impressions avec celles des personnes qui ont travaillé avec l'individu devant moi.</p> <p><Internals\\Entretien avec Mr BRU></p> <p>Alors clairement si quelqu'un vient nous voir en nous disant j'ai 40 ans et j'ai déjà eu de brillantes réussites professionnelles, il nous demande 200000 euros et lui-même il met 2000 euros. On va quand même lui poser quelques questions en lui disant comment ça se fait qu'à son âge il croit à son affaire et il va mettre une somme aussi faible que ça. On n'aura pas la même attitude face à des gens qui sortent d'école et qui croient à leurs idées et qui ont rassemblé auprès d'eux-mêmes et des membres de leur familles 10 à 20 milles euros, ce ne sera pas pareil face à quelqu'un qui a plus d'expérience professionnelle</p> <p><Internals\\Entretien SAR></p> <p>Ces incubateurs valident l'innovation mais sans aucune certitude. A ce niveau déjà vous avez une caution morale de l'innovation sans certitude pour autant. Et donc une fois sortie de l'incubateur, la personne est à la recherche de fonds et il va s'adresser aux BA le cas échéant</p>
--

2.2.3.5.2. Les labellisations extérieures vues à travers la théorie de l'alignement structurel

Les autres acteurs de l'écosystème n'ont pas de certitude sur le potentiel de l'idée. Ils peuvent apporter leur avis sur les valeurs de l'équipe parce qu'ils ont côtoyé les porteurs pendant une période plus longue que le BA. Leurs points de vue constituent une source de confrontation de la perception. Toutes les valeurs humaines évoquées jusqu'ici vont encore être approximées (Confère tableau 49 ci-dessous) en fonction de la spécialisation de chaque

source extérieure sollicitée. Les différents prix obtenus par le projet et le passage dans différents réseaux d'accompagnement ajoutent une validation supplémentaire à la capacité de communication et de collaboration des porteurs de projet. Aussi, le fait qu'ils ont été séduits par la vision de l'équipe est un excellent indicateur.

Tableau 49: Récapitulatif de la dimension « les labellisations extérieures »

ELEMENTS	DETAILS
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> - Qui d'autres y croient ? - Labélisation technique - Labélisation financière
Faits observés	<ul style="list-style-type: none"> - Les concours publics obtenus - Les love money - Les crédits bancaires obtenus - Le séjour en incubation - La caution scientifique (université, centre de recherche etc.) - Les précommandes - Les crédits commerciaux obtenus - Engagement des experts dans le conseil d'administration
Capacités humaines inférées	<ul style="list-style-type: none"> - La pertinence de la vision - Toute la capacité d'exécution - Insistance sur la capacité de communication et de collaboration

Le point de vue de divers acteurs de l'écosystème entrepreneurial peut aider à approximer un peu plus les valeurs de l'équipe. Le BA peut volontairement aller questionner ces acteurs. Il peut aussi utiliser des faits attestant de l'appréciation des autres. En les combinant, il dispose de faits contextuels qui viendront mettre à l'épreuve sa propre perception de l'équipe. Ainsi, continuellement pendant l'instruction, l'intuition finale sur la vision et les capacités d'exécution de l'équipe se consolide. L'empathie se développe progressivement en se nourrissant de l'apport des différentes similarités structurelles identifiées dans les propos du BA.

2.4. L'importance du club dans la perception des opportunités d'investissement : la dimension « influence du collectif »

La démarche de perception que nous avons détaillée dans la partie 2.3. se focalise sur la cognition de l'investisseur instructeur. Les BA nous ont rappelé qu'il existe un dialogue permanent entre leur perception individuelle et la perception des autres membres du groupe. Nous illustrons cet échange entre les niveaux (subjectif individuel et collectif) que nous avons évoqué comme un mécanisme de rattrapage cognitif. Elle consiste d'une part à ne confier l'instruction des dossiers qu'à des volontaires ayant une sensibilité avec le secteur visé, d'autre part à un partage de sens entre les différents membres du réseau. Il s'agit donc de deux niveaux de perception qui influencent l'interprétation des projets par chaque investisseur. Nous appelons le premier le « besoin de sens » pour indiquer l'envie d'en savoir plus sur un projet *a priori* intéressant. Le deuxième est dénommé le « partage de sens » puisqu'il conduit à valider les perceptions à travers les interactions internes au groupe. L'aspect collectif que nous mettons en évidence ici est une plus-value dans la définition des facteurs de décision chez les BA. Les approches existantes n'ont pas intégré dans leurs différents questionnaires d'étude ce facteur collectif comme déterminant de la perception à l'échelle individuelle. Les notions de « besoin de sens » et de « partage de sens » ne sont pas nouvelles dans le vocabulaire scientifique de façon générale mais elles apportent une plus-value à la compréhension de la décision d'investissement en amorçage des projets entrepreneuriaux. La figure 30 ci-dessous représente la structure des données décrivant la dimension « influence du collectif ».



Figure 30: Structure des données sur la dimension « influence du collectif »

2.4.1. Le besoin de sens

C'est le niveau où un premier contact s'établit entre la cognition du BA et le nouveau projet demandeur de capitaux. Ici, deux cas peuvent se présenter : soit le BA a une expertise

en lien avec le secteur d'activité de la firme ou il ressent un intérêt pour la nouveauté soit il est étranger à ce secteur. Dans le premier cas, il se développe une sensibilité avec celui-ci. Le BA s'interroge cognitivement en se demandant pourquoi lui étant proche de ce secteur n'a jamais eu cette idée. Il est intellectuellement interpellé par la pertinence de l'idée. Pour comprendre les idées, il n'est pas nécessaire de s'identifier directement au client final. Cependant, le fait d'avoir été chef d'entreprise, cadre supérieur ou expert dans une profession libérale ou d'avoir gagné sa vie dans le domaine de l'entreprise, fait du BA un acteur capable d'anticiper la valeur ajoutée d'une nouvelle idée. A travers toute son expérience, tout ce qu'il a lu et vécu, tous les projets qu'il a croisés, le BA va sentir sans pouvoir l'expliquer formellement qu'il y a un potentiel à exploiter.

« Alors je regarde le produit, je regarde s'il y a un marché. Alors je regarde de manière soit je le sens et d'où est ce que je le sens, je n'en sais rien c'est mon expérience, tout ce que j'ai lu, toutes les startups que j'ai croisées, je vois bien qu'il y a un besoin à ce niveau-là et dans ce cas ça me suffit » (BEL)

La sensibilité au secteur d'activité définit une maigre connaissance de la chose. Ce qui suppose que même s'il se positionne volontairement sur le projet, le BA ne maîtrise pas parfaitement le sujet. Il s'agit d'une innovation et il faut écarter l'idée d'une parfaite connaissance du sujet. Le BA est incompetent par rapport à ce produit spécifique et par rapport au potentiel du marché de l'entreprise, mais il a le sentiment que le projet vaut la peine d'être suivi. Ses expériences lui permettent d'avoir une certaine perception des choses sans pour autant s'assurer de la véracité de celle-ci. L'intérêt particulier d'un BA pour un projet devient donc un critère de décision. En effet, l'action du BA consiste non seulement à apporter des capitaux mais aussi à contribuer de façon non financière au développement du projet. L'envie d'être utile socialement est d'ailleurs une motivation principale pour devenir investisseur individuel privé. L'intérêt manifesté pour un dossier est un match entre les compétences et les appétences propres du BA d'une part et le secteur d'activité de l'entreprise d'autre part.

Ainsi, le BA se sent cognitivement capable de sentir le marché et le potentiel de la firme entrepreneuriale à performer sur celui-ci. Il a donc besoin d'en savoir plus pour se faire une idée plus précise du projet. Il va avoir envie de parcourir le dossier et surtout interagir avec l'équipe afin de mieux cerner leur vision et leur capacité d'exécution. *« Généralement l'instructeur se positionne sur le dossier parce qu'il connaît le secteur. Le mec qui ne connaît rien ne va pas se lancer dans ce dossier, à éclater le dossier, à éclater le BP, à voir si le produit ou service correspond au marché. » (BB).* Il va être un potentiel investisseur parce

qu'il connaît l'écosystème des acteurs qui seront impactés par l'activité de la firme. Le fait de s'engager potentiellement sur une idée à la seule condition de connaître, permet de réduire une partie de l'incertitude dans le sens où cette sensibilité offre une capacité d'appréhension du risque à l'échelle du réseau. C'est un signal positif envoyé à tout le réseau.

« Nous sommes grosso modo 80 BA. Et donc les membres référents qui vont s'occuper du dossier, sont normalement des personnes qui ont appartenu au secteur d'activité du projet concerné. Donc c'est un des moyens qu'on a de limiter le risque qu'on ne se fasse pas raconter n'importe quoi. On a parmi les 80, des gens qui viennent de secteurs d'activité complètement différents et il y en a bien toujours 1 ou 2 ou 3 qui ont bien des connaissances du métier du nouveau projet. » (PEM)

« Le deuxième point va être dans l'appui surtout sur des secteurs d'activité. C'est-à-dire que c'est parce que vous allez avoir quelqu'un qui est expert dans le marché ou dans le secteur d'activité en question, on va avoir tendance à se reposer un tout petit peu sur lui, ça rejoint le premier point, mais surtout que on ne va pas y aller quand on ne connaît pas. C'est à dire que le BA n'investit pas quand il ne connaît pas. Du coup là aussi on enlève une part du risque dans le sens où je connais donc j'ai une capacité d'appréhension du risque du marché du potentiel. J'en connais pas j'en ai aucune, donc là je prends énormément de risque » (BB)

La sensibilité ci-dessus décrite définit le statut de *leader* ou d'instructeur du BA. Ce dernier sera capable d'appeler « d'autres copains » à lui pour rassembler les pièces du puzzle nécessaires pour confronter les faits et cerner les valeurs de l'équipe. C'est la seule façon de limiter les risques d'informations erronées de la part des porteurs de projets. Les réseaux ont donc pour principe de fonctionnement de ne prendre en instruction que les projets qui interpellent cognitivement la sensibilité de leurs membres. Un projet n'ira pas plus loin que le *pitch* si aucun investisseur ne se positionne volontairement pour son instruction⁴⁴. Le risque inhérent à ce type de projet est considéré comme trop élevé par les membres du réseau. La sensibilité cognitive d'un membre par rapport au secteur d'activité est considérée comme un critère de perception par chaque investisseur.

Lorsque sur le plan cognitif, l'investisseur privé ne manifeste aucune sensibilité par rapport au projet, il se prononce très rarement en faveur de celui-ci. Dans ce cas, il se positionne comme suiveur parce que le *pitch* et la personnalité du porteur l'a séduit, mais il

⁴⁴ D'où aussi l'intérêt pour un porteur de projet de bien se renseigner sur le réseau avant d'envoyer un dossier. Il n'y a aucun intérêt à envoyer un dossier de e-commerce par exemple à un réseau spécialisé en projet automobile

est totalement étranger à l'activité. Le BA dans ce cas conditionne sa participation à l'avis éclairé des plus compétents au sein du réseau.

Le BA compétent va donc se positionner pour mieux comprendre le dossier. Il le fait en tant qu'individu qui veut affiner sa perception autour d'un objet incertain (besoin cognitif), mais aussi pour permettre à d'autres investisseurs potentiellement intéressés de jauger le niveau de risque sur le dossier. Il s'agit d'un fonctionnement à l'échelle collectif et utile dans l'identification des opportunités d'investissement par les BA.

Tableau 50: Verbatim supplémentaires sur « le besoin de sens »

<p><Internals\\Entretien DEC></p> <p>L'instructeur qui est désigné, il s'est porté volontaire chez nous, obligatoirement i.e qu'on ne l'a pas désigné d'office, en fait c'est quelqu'un qui lors de la présentation est intéressé par le dossier, qui se porte volontaire pour étudier le dossier parce que dans sa vie professionnelle généralement il connaît un peu la chose ; que ce soit parce qu'il a travaillé dans la grande distribution, parce qu'il était ingénieur dans un bureau d'étude....ça dépend du profil ; en général l'instructeur qu'on nomme c'est celui qui a le plus de chance de comprendre ce que vient nous vendre le porteur de projet ;</p>
<p><Internals\\Entretien BB></p> <p>Ou alors il va être suiveur c'est à dire que c'est un secteur d'activité qui l'intéresse mais qu'il ne connaît pas du tout mais ça l'intéresse parce que c'est tendance, parce que ... par exemple il y a des gens qui vont investir dans des dossiers avec leurs copains dans le domaine du digital alors que ils savent à peine ce qu'il y a derrière un ordinateur pour schématiser. Pourquoi parce que c'est un marché dans lequel il y a du potentiel, le service ou le produit apporte une vraie réponse à un besoin latent et puis du coup-là ce sont des BA qui vont être plutôt en retrait. Ce que j'appelle les BA suiveurs. Eux le seul apport qu'ils vont mettre à disposition de l'entreprise c'est leur argent. Mais à côté de ça, il y a les copains qui ont des compétences, qui connaissent le secteur, qui ont des contacts etc et qui vont être leaders sur le dossier</p>
<p><Internals\\Entretien DUC></p> <p>En fait, en général on va faire analyser le projet par un de nos membres qui connaît le marché dont on parle. On ne va pas prendre en instruction un dossier par hasard mais en général on connaît parce qu'on a travaillé chez l'un de ces acteurs, parce qu'on a travaillé dans le secteur d'activité en question, on connaît le marché dont on parle. Si c'est un marché de grande consommation, si c'est un marché industriel, si c'est un marché de service, vous avez des personnes qui ont un avis sur ces sujets et qui vont pouvoir avoir un avis sur l'analyse qu'en aura fait le porteur du projet.</p>
<p><Internals\\Entretien EMA></p> <p>Bon il y a un critère aussi c'est que dans les groupes il y a des gens qui sont spécialisés dans ces domaines-là (médical, informatique etc) quand ils ont un avis positif, ça aide ceux qui sont moins spécialisés à y aller dans la mesure où on leur fait confiance quoi.</p> <p>Moi : un peu de copinage ou de l'accompagnement entre investisseurs ?</p> <p>BA : oui c'est ça. Un accompagnement sur des personnes en qui on fait confiance, qui nous dit si je connais un peu le secteur, il faut qu'on l'aide quoi. C'est un bon projet allons-y.</p>
<p><Internals\\Entretien VER></p> <p>Je verrai bien. Là je fais l'expérience. Si je m'aperçois que c'est systématiquement des trucs sur internet pour créer des UBER, d'abord j'y apporterai rien parce que je ne comprends pas ces trucs-là, je ne trouve pas cela passionnant et ma valeur ajoutée sera 0 pointé. Et puis moi j'ai un principe que devrait avoir tout investisseur, on ne fait bien que ce qu'on connaît bien. Donc si je ne connais pas je n'irai pas mettre un rond dedans. Donc ça ne me passionne pas. Par exemple le truc du fer à cheval là, ça ça m'a intéressé. Je n'ai pas compris techniquement comment ça fonctionne mais c'est novateur. Puis le gars m'a convaincu. Ça me plaît quoi. Après ils vont creuser le dossier et je vais bien voir. Et puis je vais mettre quelques euros, je me renseignerai quand même. Ca ce sont les genres de projet qui peuvent m'intéresser.</p>

2.4.2. Le partage de sens

Il s'agit de l'échelle où l'expertise et le *track record* interne de(s) l'instructeur(s) va jouer un rôle central sur la perception des autres membres du réseau. Un dossier passé en instruction par des BA experts ne sera financé que si ces derniers arrivent à convaincre une partie substantielle du réseau.

D'abord, le partage de sens commence durant l'instruction. C'est l'intérêt de la faire en collectif puisqu'en fonction des différents parcours, les points de vue sont différents selon les acteurs. Ces derniers ont des schémas de perceptions différentes et ils doivent limiter l'effet de cette subjectivité. Les instructeurs essaient toujours de se mettre d'accord avant de proposer un dossier en comité d'investissement.

« Alors on est plusieurs à faire les instructions et on croise nos avis et on a tous des parcours différents, des expériences de startups différents et on essaye de se mettre d'accord. Certains ont vu des problèmes que d'autres n'ont pas vu tout ça et on met tout ensemble pour prendre une décision commune. » (BEL)

Le fait d'avoir un BA à forte notoriété interne sur un projet permet de lever certaines barrières cognitives chez les autres membres du réseau. Il existe un effet d'entraînement très fort basé sur la confiance développée entre les membres du réseau. Cette confiance se développe parce qu'on a vu un collègue fournir des prescriptions justes sur des dossiers auparavant. Les résultats des décisions passées qui sont parfois loin des espérances, permettent de se forger des opinions sur les collègues. Les BA ont eu le temps de faire leurs preuves au sein du collectif et le degré de confiance entre les membres du bureau n'est pas identique. Le degré d'implication financière et stratégique d'un acteur ayant une bonne réputation est un critère d'investissement très important : *« pour...dans 50% la part de décision on va se fier aux autres. Pour faire plus simple, généralement il y a plusieurs principes. Soit il y a un BA qui a un peu de bouteille qui a un bon petit track record et qui décide d'aller sur le dossier et qui y croit vraiment du coup moi ça va me lever quelques points de barrières. Je vais me dire ben le dossier je pense que j'irai bien quoi parce que le BA qui y croit il est compétent, il connaît bien le secteur, il a de la bouteille en tant que BA »* (BB). S'il engage du temps et du capital, c'est qu'il est assez convaincu et donc le risque est moindre pour ceux qui lui font confiance avec bien sûr les chances de succès que l'on connaît pour chaque aventure entrepreneuriale. L'échange avec les autres membres du réseau est aussi une façon de valider son opinion personnelle sur un dossier. Avant d'investir, le BA répond à

deux questions essentiellement : « *est ce que moi ça m'intéresse et combien je veux mettre sur ce projet ? et est-ce que ça va intéresser les autres membres du club ?* » (GAZ). Il est important de savoir comment se situe le groupe par rapport à un projet pour pouvoir pondérer les choses. Les BA précisent qu'il ne s'agit pas d'un comportement moutonnier ou de conformisme parce qu'on vous regarde, mais parce que vous avez une connaissance des différents acteurs qui vous aide à prendre votre décision personnelle. Le groupe ou l'association joue un vrai rôle cognitif de partage de sens et d'aide à la perception dans une situation d'incertitude.

Le partage de sens se déroule tout au long du processus d'instruction. En effet, les porteurs sont dans un premier temps invités à déposer les documents (Business plan, PowerPoint de présentation, vidéo) sur une plateforme collaborative au sein du réseau. Les instructeurs viendront progressivement enrichir ces documents par les comptes rendus d'instruction. Ceci permet d'informer les autres membres du réseau de suivre l'évolution des dossiers. Le réseau « *invite les membres qui connaissent le secteur à donner leur avis sur le potentiel du projet... C'est chacun va dire : le dirigeant je n'ai pas eu des mauvais échos sur lui. C'est justement pour faire une bonne instruction* » (CC). Les potentiels suiveurs, s'ils le souhaitent, peuvent enrichir le débat à travers des inquiétudes qui vont orienter le comportement critique de l'équipe d'instruction. Un document appelé recommandation d'instruction résume l'avis et les justifications des instructeurs en fin d'analyse. Chaque membre est ainsi invité à donner son avis sur l'équipe projet.

« Les processus d'analyse et de sélection de dossier c'est tout le monde en fonction de ses compétences et de son expertise qui va apporter sa pierre à la pré-sélection. C'est à dire que quelqu'un qu'il soit dans le marketing, qu'il soit dans la finance, qu'il soit dans le secteur d'activité un projet qui est en cours d'analyse, du coup chacun va pouvoir apporter sa brique et du coup je ne serai pas tout seul avec ma propre expertise professionnelle qui est forcément limitée par rapport à 10 ou 15 personnes qui vont étudier le dossier. Du coup on minimise le risque en faisant ça. » (BB).

L'avis final des instructeurs est toujours renvoyé aux membres BA avec l'invitation pour le comité d'investissement. De façon plus générale, le partage de sens a lieu pendant et après le comité d'investissement, dernière étape du processus d'investissement des réseaux. Les discussions ont d'abord lieu autour de la table après le départ des porteurs de projet. Les instructeurs vont ainsi exposer leurs arguments, répondre aux inquiétudes de leurs collègues et évoquer leurs intentions d'investissement. Plus cet investissement est élevé, plus l'écho

sera fort auprès des autres collègues. Les discussions vont se prolonger après le comité, de façon informelle pour convaincre les potentiels suiveurs encore sceptiques.

« Un autre élément qu'il faut aussi bien comprendre on l'explique dès le début à nos entrepreneurs, c'est que nous on va étudier votre dossier, on arrivera à convaincre les autres collègues si seulement nous-mêmes on est convaincu sinon ça n'ira pas plus loin, vous avez bien compris que sur chaque dossier il y a 2 ou 3 personnes du réseau qui étudient le dossier, et ensuite comme on va le présenter dans le processus en séance plénière, à cette séance les personnes qui ont instruit le dossier vont dire elles-mêmes combien elles investissent. S'ils disent super dossier c'est super bien, les membres du réseau investissez mais moi je ne mets pas un centime, on va avoir du mal à convaincre les autres, vous comprenez bien. » (BRU)

L'effet du groupe sur la décision individuelle est donc primordial pour la perception dans un contexte comme celui de l'investissement à l'amorçage des firmes entrepreneuriales. Cependant, l'effet a un risque. Il y a des BA qui découvrent l'activité d'investisseur individuel et qui dans un statut de suiveur auront du mal à former leur perception. Ils n'ont pas d'historique relationnel au sein du club et leur utilisation de la ressource collective peut se faire d'une mauvaise façon (par conformisme par exemple). Dans certains cas, une personne peut trouver intéressant un projet mais va être emmenée à ne pas défendre sa perception à cause de la non-adhésion d'un acteur à forte notoriété au sein du réseau. Ce qui peut compromettre les chances de réussite d'un bon projet.

« Ce problème de la constitution d'une décision collective, c'est assez complexe avec des gens qui ne se connaissent pas tous. Il y a des gens qui découvrent donc vous pouvez avoir des mouvements d'enthousiastes. Moi il y a un certain nombre de projets j'avoue que j'ai trouvé très intéressants et j'ai été surpris de voir à quel point il peut avoir recueilli peu d'adhésions. Dans ce cas-là vous avez rarement l'occasion de vous dire je prends la chose tout seul et j'y vais. Vous êtes obligé de tenir compte de l'avis du groupe. » (GAZ)

Et puis il y a des membres qui ont une stratégie de suivisme, c'est-à-dire qu'ils ne souhaitent jamais s'impliquer dans la construction de la perception du risque mais investissent quand les autres y vont. Ceci n'est pas forcément dommageable et ils sont connus dans le réseau comme seulement suiveurs⁴⁵.

« Parce qu'il y en a qui ne sont jamais dans les dossiers ; j'en connais un qui va dire non en permanence et puis quand les copains investissent il investit. Donc lui il est suiveur. Il a les moyens, il fait confiance aux autres et à priori ça lui est plutôt favorable » (JPD).

⁴⁵ Le fait d'avoir utilisé la technique du *snowball* dans l'échantillonnage nous a permis de ne pas avoir cette catégorie de BA dans notre échantillon. Nos contacts nous ont orienté vers des BA qui font des instructions.

Tableau 51: Verbatim supplémentaire sur « le partage de sens »

<p><Internals\Entretien LB</p> <p>Mais moi ma capacité par exemple, elle est ce qu'elle est, i.e c'est avec mon regard un peu pragmatique. C'est ce que j'ai fait pour mon activité, je suis très pragmatique, j'essaye d'appliquer du bon sens. Après j'aurais un investissement à faire tout seul ce serait un peu plus compliqué parce que je suis rassuré aussi par l'expertise des autres : il y a un expert comptable, Jean-Pierre je le trouve super, ...dans le réseau j'apprends aussi des choses, des questions que Jean-Pierre va poser auxquelles je n'aurais pas forcément pensé ; c'est très enrichissant personnellement je trouve</p>
<p><Internals\Entretien VEG</p> <p>Le quatrième point qui fait souvent la différence puisque ce que vous voulez savoir c'est ce qui fait investir les gens, ce qui fait souvent la différence c'est s'il y a quelqu'un d'autre qui y va. S'il y a quelqu'un d'autre qui finance l'entreprise, quelqu'un je connais bien, que je respecte pour ses compétences que je n'ai pas forcément d'ailleurs, des compétences dans des secteurs particuliers et qui me conseille d'investir dans une société dans laquelle il investit lui-même et qui est dans le secteur qu'il connaît, donc il a vraiment un vrai avis sur cette entreprise, sur son potentiel de développement et ben je vais y aller, je vais lui faire confiance. Et ça faut pas se leurrer c'est un vrai critère d'investissement chez les investisseurs privés. C'est critère d'investissement même très fort, l'effet d'entraînement. Savoir qu'il y a quelqu'un en qui je crois qui investit, du coup moi aussi j'investis également.</p>
<p><Internals\Entretien BB> -</p> <p>L'autre point positif c'est que investir dans les <i>startups</i> dans l'innovation ça veut dire aussi investir pas un peu d'argent mais beaucoup d'argent. Et donc en fait le réseau va permettre ainsi de mutualiser toutes l'expertise de chacun et les connaissances de chacun dans l'analyse du dossier, vont permettre de mutualiser en plus l'épargne disponible à investir de chacun. Et donc pouvoir boucler les tours de table en fonction des besoins réels de l'entreprise. Ça veut dire que l'entreprise aura l'argent nécessaire pour réaliser son plan de développement. Ça c'est un autre point positif du réseau.</p>
<p><Internals\Entretien DEC</p> <p>Eh bah nous on vote, de toute façon ce sont des décisions collégiales. Quand il vient nous faire sa présentation on est une vingtaine, après on délibère à huis clos et chacun donne son avis et parfois c'est très contrasté, on a des cas où la moitié de la salle est pour et la moitié est contre, c'est très varié ; il n'y a pas deux dossiers qui sont pareils.</p>
<p><Internals\BEL</p> <p>Et sur le niveau partage de sens que vous allez créer avec vos collègues. Est-ce que vous avez des supports spécifiques dans ce partage de sens ou pas ?</p> <p>BA : alors on fait souvent tous de manière orale. A la sortie de la réunion on passe 10 mn dehors à discuter entre nous de ce qu'on a vu, de ce qu'on n'a pas vu, de ce qu'il faudra poser comme questions. On a aussi un instructeur <i>leader</i> qui lui prend des notes sur le dossier de la <i>startup</i> mais qui est peu visible pour les membres de l'association PBA, dans lequel il dit on a fait ça on a vu ça, donc une petite synthèse de ce qu'on a vu, ce qui nous permet de ne pas oublier ce qu'on a fait. Et ça permet aux autres de suivre l'avancement du dossier.</p>

Le collectif au sein des réseaux de BA que nous avons interviewés démontre donc le double effet d'une telle organisation sur la cognition individuelle. Utilisé à bon escient dans une réelle démarche de perception, il peut aider à minimiser le risque d'investissement. Mal

utilisé, il peut être source de dérives et de comportements à risque. Le cadre associatif des BA offre donc un cadre pertinent d'analyse cognitive de la décision individuelle en incertitude. Ce fonctionnement du réseau démontre encore le rôle de l'expérience des BA dans l'analyse et la perception des opportunités d'investissement. L'expérience est présente et conduit les membres du réseau à se positionner volontairement sur les projets pour mieux les cerner. Elle est aussi présente à travers le parcours d'investissement au sein du collectif : « *Petit à petit avec l'habitude on finit par avoir un peu le nez* » (DEC). Cette sensibilité est utilisée pour la perception à l'échelle individuelle et du groupe. Le collectif joue bien son rôle d'ajustement cognitif soit en permettant à des non-expérimentés (suiveurs) de se positionner soit en permettant à des experts eux-mêmes de confirmer leurs appréhensions sur les projets.

Section 3 : Conclusion du chapitre : Un modèle dynamique de l'identification des opportunités d'investissement par les BA en amorçage.

L'objectif de ce chapitre était d'aller questionner empiriquement la création du sens, autour des projets entrepreneuriaux en amorçage, par les BA. Ces derniers caractérisent leur propre approche de décision à travers les termes suivants : intuition, *feeling*, émotionnel, subjectivité, collectif et expérience d'investissements. Ce qui est conforme à la littérature existante sur la sélection des projets par le BA. Les BA ne s'interrogent pas sur le processus sous-jacent à leur choix de projet. De la même façon la littérature décrit très peu la mise en œuvre d'une réelle aptitude de décision. Nous parlons d'aptitude parce que leur approche de décision leur permet d'aller identifier des opportunités là où la plupart des apporteurs de capitaux sont absents.

Pour cerner la stratégie cognitive en jeu, le mécanisme mental a été caractérisé sur la base des données collectées en situation réelle d'évaluation de projet. L'analyse de ce matériel empirique a permis la mise en évidence d'une activité mentale expliquant la subjectivité du comportement de décision. Cette subjectivité n'est pas seulement le fait de la connaissance possédée par une personne (ce que nous n'avons pas étudié ici), mais reflète une manière de structurer le raisonnement en situation. Les données montrent que les BA ont tendance à réinterpréter les situations d'innovation en transformant les faits ou données observées en indicateurs de décision non observables directement. C'est le mécanisme du raisonnement par alignement structurel qui permet de faire des inférences pertinentes sur des variables non évaluables métriquement et susceptibles de décrire une cible et de faire des projections vers le futur.

Le mécanisme cognitif mis en évidence, nous avons exploré des données d'entretiens afin de comprendre la vraie utilité des différents indicateurs situationnels dans la création de sens par les BA. Pour décrire cette création de sens nous avons identifié des dimensions ou similarités structurelles qui sont respectivement présentées dans les parties 2.3 et 2.4. Ces dimensions sont elles-mêmes de deux sortes : celles qui permettent de comprendre la nouvelle situation (similarité structurelle qui permet de comprendre l'idée entrepreneuriale avec un potentiel de croissance décrit par les porteurs) et celles qui permettent d'inférer la plausibilité d'un développement intéressant du projet (les valeurs de l'équipe qui seront nécessaires pour l'aventure entrepreneuriale). Nous avons décrit le lien entre les deux types de dimensions. En effet, la décision d'investissement est le fruit de la dernière catégorie de dimensions qui ne peut être approximée qu'à travers les valeurs de la première catégorie. Cette description détaillée du processus de création de sens par les BA peut être résumée par un modèle global que nous représentons ci-dessous (figure 31).

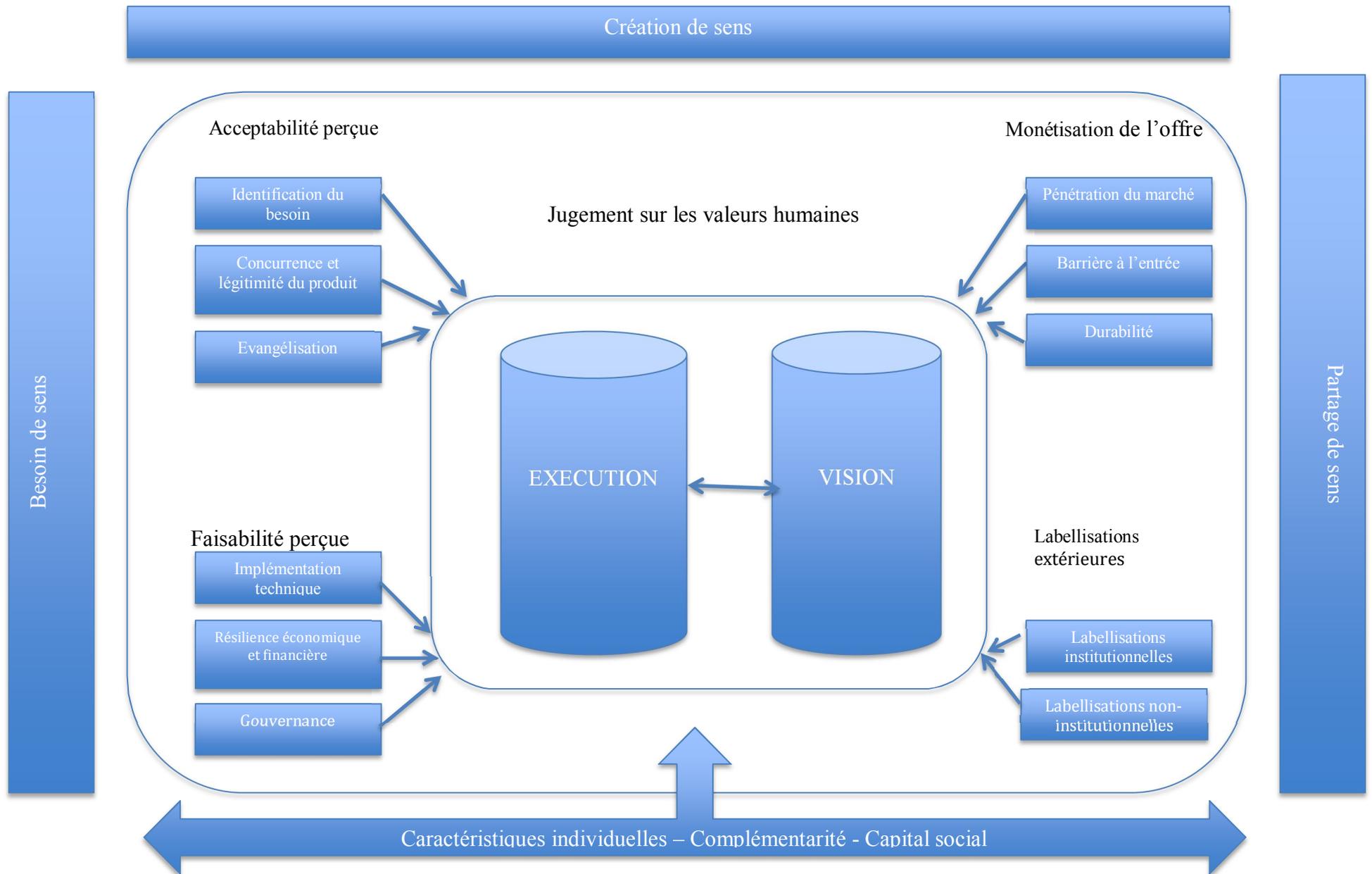


Figure 31: Modèle général de l'identification des opportunités d'investissement dans les réseaux de Business Angels

Dans ce modèle, la première phase est celle du besoin de sens où le nouveau projet est pris en instruction pas un BA volontaire avec une sensibilité pour le projet. L'acceptation en instruction est le premier niveau de perception du risque puisqu'il indique aux membres du réseau que le risque inhérent au projet est gérable. Les instructeurs vont ensuite se lancer dans la création du sens autour du projet. Ce besoin de création de sens s'explique par l'incertitude qui caractérise l'investissement dans les firmes entrepreneuriales. La création de sens représente le cœur du modèle. En effet, la perception du projet est ancrée dans les valeurs humaines de l'équipe. Ces valeurs humaines n'étant pas mesurables métriquement, l'instructeur procède par des analyses multiples simultanées dont les paramètres sont issus de l'interaction avec les porteurs de projet. Dans cette perception, ce que nous avons appelé les antécédents forment une base d'*a priori* sur les qualités de l'équipe. Cet *a priori* va être soumis à l'épreuve des comportements observés sur la période d'instruction. Le BA va premièrement approximer les valeurs humaines à travers le récit que font les porteurs de projet pour démontrer que leur idée est acceptée sur un marché. Il va analyser les anecdotes autour de l'identification du besoin, la démarche autour de la connaissance de la concurrence et de la légitimation de son idée, et les efforts d'évangélisation du marché par l'équipe. La cohérence et la qualité de cette première partie du récit offre quelques indicateurs sur les capacités d'exécution et la vision de l'équipe. Le BA essaie d'approximer les valeurs humaines à travers ce qu'il observe durant l'instruction. Ensuite, la recherche de nouvelles preuves continue dans une seconde composante du récit dénommée la faisabilité perçue. Les comportements observés sont relatifs à la mise en œuvre technique de l'idée, à la gouvernance du projet et à résilience financière et économique. L'exposition de la chaîne de valeur de l'offre montre la maîtrise des sujets techniques par les porteurs. La planification et les précautions financières vont renseigner les BA sur le réalisme et la cohérence du raisonnement des porteurs. L'approche gouvernance qui décrit les précautions pour une collaboration sereine autour du projet, apporte aussi des indications supplémentaires sur les qualités de l'équipe. Ainsi, la faisabilité perçue constitue une seconde partie du récit nécessaire pour approximer un peu plus les valeurs humaines de l'équipe. Une troisième composante du récit utilisée dans la perception du BA est relative à la monétisation de l'offre, c'est-à-dire « comment la firme entrepreneuriale veut gagner de l'argent de façon durable et croissante ? ». Les instructeurs vont soumettre à critique la stratégie de pénétration du marché, les stratégies de protection de son avantage concurrentielle et les précautions à prendre pour exister durablement. Le débat viendra encore une fois améliorer la perception du BA sur les

qualités et la vision de l'équipe projet. Finalement, l'inférence des valeurs humaines par le BA est soumise continuellement à l'épreuve des avis extérieurs au réseau. Il s'agit de voir ce que d'autres acteurs de l'écosystème entrepreneurial ont ressenti sur les porteurs.

Au fur à mesure des interactions durant l'instruction, le sens autour des capacités et la motivation de l'équipe se construit. L'opportunité d'investissement est une intuition finale que le BA va avoir sur l'équipe. Cette intuition finale, comme le décrit notre modèle, se nourrit de multiples appréciations faites par les BA. Ces analyses peuvent être à la fois métriques ou cartésiennes et non-rationnelles basées sur des indicateurs non factuels. La plupart des indicateurs utilisés sont plutôt de nature soft et produits par les media verbaux. C'est cette combinaison d'opérations cognitives durant l'instruction que nous définissons comme processus intuitif d'identification des opportunités d'investissement en amorçage ou early stage. Le modèle général montre aussi qu'il s'agit d'une synthèse d'un ensemble d'indicateurs afin d'avoir une vision holistique de l'opportunité d'investissement. Ce procédé caractérise encore une fois les mécanismes mentaux issus de l'hémisphère droit (Mintzberg, 1976). La subjectivité de l'opportunité est validée par l'importance d'un processus cognitif dite d'alignement structurel qui permet de percevoir le monde au-delà des faits observés directement dans une situation. Contrairement à un mécanisme de reconnaissance de schéma basé sur des cadres mentaux préexistants, la représentation mentale sous-jacente à la décision du BA est activement construite. Une dernière phase décrite par notre modèle est le partage de la perception des instructeurs avec les autres membres du réseau. L'investissement final n'intervient que si un nombre suffisant d'apporteurs de capitaux se manifeste. Il s'agit pour les instructeurs d'aider les autres à prendre leur décision d'investissement mais aussi de valider eux-mêmes leur perception subjective. Ainsi, ce besoin de partage de sens joue un rôle d'ajustement pour contrôler la subjectivité inhérente à l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. L'importance du contexte social et des interactions sociales mises en évidence ici est cohérente avec la théorisation sur le *sensemaking* dans les organisations (Sonenshein, 2007; Weick, 1993; Weick et al., 2005). Une interaction basée sur la confiance, l'honnêteté et le respect mutuel permet aux acteurs au sein d'un collectif de faire preuve de résilience face à un contexte nouveau, ambigu et incertain. Le collectif ou l'ancrage social permet d'accéder aux représentations des autres et de les comprendre. Plus un individu est capable de comprendre les représentations que les autres font des situations, plus il est capable de comprendre ses propres modèles mentaux et même les enrichir (Sonenshein, 2007). Pour décrire le caractère situé des interactions sociales décrivant l'action, Weick et Roberts (1993) parlent de « pensée collective ». Selon eux, la compréhension collective se

substitue à la compréhension individuelle lorsque cette dernière apparaît inadéquate dans des cas complexes et ambigus. Les acteurs sont tous intelligents mais certains problèmes sont tellement complexes qu'ils ne peuvent être compris individuellement. Ainsi, la pensée collective désigne la manière dont les individus connectent leurs actions pour produire un processus mental fiable. L'interaction entre les individus se caractérise par : la représentation ou le fait de reconnaître que d'autres acteurs sont membres du système d'activité et doivent être pris en compte sans qu'il y est communication directe ; la subordination ou le fait que les autres acteurs ont de l'expérience et doivent être respectés comme tels ; l'importance et les liens entre les contributions de chaque acteur impliqué dans la situation (Weick et Roberts, 1993). Ces derniers mettent aussi en évidence le rôle du média verbal dans cette pensée collective. Ils notent que le comportement de chaque acteur doit être intentionnelle afin de permettre une compréhension fiable des situations complexes.

La manifestation du collectif dans notre cas d'étude est donc cohérente avec cette description faite par la littérature. Les BA sont disposés à se laisser influencer par la cognition des autres membres de leur contexte immédiat (réseau d'investisseurs). Les interactions physiques et l'historicité des relations entre les acteurs permettent de créer les conditions de respect mutuel, de confiance et d'honnêteté qui sont nécessaires au partage du sens au sein du collectif. Le média verbal est aussi présent. Notre cas d'étude est intéressant pour la littérature dans le *sensemaking* puisqu'elle décrit un contexte non contraint par des forces institutionnelles. Les BA n'ont aucune obligation d'investissement contrairement aux théoriciens de la NDM et du *sensemaking* qui étudient la prise de décision en situation d'urgence. L'engagement volontaire du BA découle du sens qu'il se construit. Un tel contexte représente selon nous un cas d'étude pertinent en matière de connaissance sur la prise de décision en incertitude.

Notre modèle nous permet de répondre à notre objectif qui était de cerner le réel processus sous-jacent à l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. Nous avons d'une part caractérisé la stratégie cognitive et d'autre part décrit l'utilité des différents indicateurs en situation. Nous ne réfutons pas le fait que les diverses expériences à travers les informations stockées dans la mémoire (prototype, exemple ou schéma mental) ont de l'importance dans la prise de décision. Cependant, au-delà de ce stock, la structure du raisonnement ou la manière dont l'information stockée est transformée en connaissance située a aussi de l'importance (Wood et Williams, 2014; Grégoire, Barr et Shepherd, 2010). Elle l'est encore davantage dans un contexte de décision incertaine où l'information pertinente n'est tout simplement pas encore disponible. L'organisation et le fonctionnement des réseaux

de BA français nous permettent, nous le pensons, de cerner la structure du processus intuitif. A travers elle, nous cernons mieux le rôle joué par les stocks de connaissances dans la création du sens situé (Dew et al., 2015). Appliqué à la décision financière, il s'agit d'une nouvelle approche qui peut aider à aller au-delà les limites dans la compréhension de certaines décisions d'investissement. L'observation en situation réelle est une autre spécificité de notre étude puisque, à notre connaissance, les études portant sur la structure du raisonnement en entrepreneuriat ont procédé par expérimentation. Nous contribuons donc à combler le *gap* de la littérature relatif à la nature du vrai processus et non des critères de la décision d'investissement en incertitude.

A travers ce modèle général de l'identification des opportunités d'investissement, nous répondons successivement à nos trois dernières questions de recherche qui sont relatives « aux différentes dimensions utilisées dans la construction du sens par le BA », à « comment le BA relie ces différentes dimensions dans son raisonnement » et enfin « les pratiques de réflexibilité pour réduire les erreurs à l'échelle du groupe ». Nous allons dans le chapitre suivant discuter des apports de ce modèle à la littérature existante.

CHAPITRE 6 : MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE DES RESULTATS

Dans ce chapitre, nous repositionnons nos résultats dans la littérature existante. Nous les mettons en perspective par rapport aux trois littératures qui nous ont permis d'articuler notre raisonnement tout au long de cette thèse. Cependant, pour permettre au lecteur de mieux nous suivre, nous rappelons d'abord le contexte et les grandes lignes de nos résultats (Section 1). La section 2 rappelle les différentes précautions prises pour améliorer la validité et la cohérence interne de notre démarche qualitative interprétative. La mise en perspective des résultats par rapport aux trois champs de littérature est faite en section 3 avec des propositions qui pourront être testées dans les recherches futures.

Section 1 : Rappel du contexte et des résultats de la recherche

L'objectif de ce travail de thèse est de répondre à la problématique suivante « *comment le Business Angel sélectionne et traite les informations autour d'un projet entrepreneurial en early stage ou amorçage afin d'y déceler une opportunité d'investissement ?* ». Elle pose cette question du « comment » parce que nous avons voulu reconsidérer l'influence de la vraie nature des projets entrepreneuriaux sur la décision d'investissement. En effet, l'idée entrepreneuriale considérée par les BA est caractérisée par une unicité et une précocité. L'unicité est liée au fait que ces projets doivent créer des perturbations sur le marché existant. Nous les avons définis comme des innovations perturbatrices (Asselineau, 2010). Les BA rencontrés nous ont confirmé le caractère nouveau pour le marché que doit avoir une idée susceptible de les intéresser. La précocité est liée au fait que l'intervention initiale des BA se fait à la phase d'amorçage des firmes indépendantes. Ils couvrent le besoin de financement des projets alors que ceux-ci n'ont pas encore assuré le « *fit produit-marché* », c'est à dire que l'idée n'est pas encore endossée par le marché pour permettre un développement économique durable. L'unicité et la précocité placent la tâche de l'identification des opportunités d'investissement dans la firme entrepreneuriale dans un contexte d'incertitude. Cette dernière influence fondamentalement la prise de décision créant parfois le doute et bloquant la propension à l'action (McMullen et Shepherd, 2006). Les acteurs capables d'affronter cette incertitude, à une échelle individuelle et malgré l'incapacité à collecter de nouvelles informations objectives, adoptent un style de raisonnement spécifique qui explique leur efficacité décisionnelle (Dane et Pratt, 2009; Elsbach et Kramer, 2003). Ils ne procèdent plus à des choix comparatifs des situations mais créent subjectivement du sens à

chaque situation afin de la faire migrer de l'inconnu au connu (Huang et Pearce, 2015; Stigliani et Ravasi, 2012; Vatin et al., 2010). Nous avons donc voulu cerner comment le BA crée subjectivement du sens face à un projet entrepreneurial en phase d'amorçage.

Une première partie de l'étude a consisté à aller interroger la pratique du BA en situation réelle. En effet, nous avons considéré que le produit discursif est un matériau pertinent pour étudier le processus de raisonnement parfois non conscient des acteurs en situation (Cornelissen et al., 2011; Ericsson, 2002). Nous avons donc scruté les propos des investisseurs pour y déceler la forme du raisonnement pendant l'instruction. Les résultats nous montrent que l'identification des opportunités d'investissement en amorçage intègre une très forte subjectivité de la part de l'investisseur. Ce dernier va transformer les informations collectées directement en situation sur les projets pour inférer d'autres variables qui ne sont pas observables directement. Ce style de raisonnement est caractérisé par l'alignement structurel. Il consiste à cerner un cas fondamentalement nouveau en recherchant des similarités structurelles avec d'autres situations. La recherche de similarité est cependant active à travers le langage. L'alignement structurel permet de cerner les nouveaux contextes où l'information pertinente et objective est absente. Sa mise en évidence démontre surtout la nécessité de prendre pleinement en compte l'investisseur, si nous voulons mieux comprendre ce que représente une opportunité d'investissement pour lui. Ainsi, une idée entrepreneuriale n'est perçue comme opportunité d'investissement qu'à travers une activité cognitive de création de sens par l'investisseur.

La seconde partie de l'étude nous a conduit à nous intéresser aux dimensions du sens définissant l'opportunité d'investissement perçue. A travers des entretiens phénoménologiques, nous avons interrogé les BA sur les réelles dimensions qui fondent leur perception de l'opportunité d'investissement et surtout la façon dont ils évaluent ces différentes dimensions. L'analyse des entretiens démontre qu'à ce stade de développement de l'idée, l'élément à évaluer est l'équipe à travers sa capacité à exécuter et sa vision. Selon les BA, en amorçage, les chiffres décrivant un potentiel de marché ou une rentabilité durable ont très peu de valeur. Ils ne se réaliseront jamais parce que le futur de l'idée innovante ne peut être probabilisé. Ainsi, les éléments à cerner sont les valeurs de l'équipe (vision et capacité d'exécution) qui ne sont pas métriquement mesurables. Pour les approximer, le BA utilise son *feeling* ou intuition. En fonction des résultats de nos observations, nous avons défini ce *feeling* comme un processus de raisonnement basé sur des alignements structurels. Le BA va subjectivement relier les informations durant la période d'instruction pour construire son intuition sur les valeurs de l'équipe. Les informations qu'il considère sont aussi bien de nature

objective que subjective. Il les combine pour inférer les valeurs de l'équipe. Nous avons donc défini quatre dimensions de sens qui constituent les interactions fonctionnelles et qui vont servir à approximer les valeurs de l'équipe. Une dernière catégorie d'éléments que nous avons appelé les « antécédents » participe aussi à la perception des aptitudes de l'équipe sans constituer une vraie dimension du sens comme nous l'avons défini. Nos résultats montrent aussi un effet « collectif » auprès des BA constitués en club. Ce collectif joue un rôle de rattrapage cognitif où l'expérience des autres membres devient un paramètre clé de la perception d'une opportunité d'investissement à l'échelle d'un BA. Ce collectif permet de mesurer le risque sur les différents projets analysés.

Avant de développer les différentes mises en perspective des résultats de notre recherche, nous revenons sur les différents points suivis pour améliorer la validité de notre étude.

Section 2 : La cohérence interne et la validité externe de la connaissance produite

Les recherches dans une tradition qualitative n'ont pas encore établi de standards pour juger de la validité d'une étude. Il existe des trames à suivre pour permettre à une étude de gagner en validité. L'absence de standards se justifie par cette nécessité de préserver la créativité du chercheur au service de la connaissance scientifique. Pour notre part, nous avons voulu suivre la trame proposée par Pratt (2008) et complétée par les recommandations d'Avenier et Thomas (2012). Nous reprenons donc le tableau de validité (tableau 9) que nous avons établi au chapitre 4 (Section 1.4). Nous développons chacun des points illustrés dans cette *check list* de Pratt.

Tableau 9 : Points de validité de notre étude

Points de validité	Détails
1- Pourquoi cette étude ?	Pourquoi la démarche qualitative est la plus adaptée et quelle est la visée ?
2- Pourquoi étudier ce contexte ?	Quelle est la nature de ce contexte et quelles sont les raisons de ce choix ? Quelle est sa plus-value pour la connaissance ?
3- Qu'est-ce que j'étudie et pourquoi ?	Quels participants ? quelle stratégie

	d'échantillonnage ? triangulation des sources ?
4- Comment s'est déroulée l'étude ?	Quelle technique d'analyse des données ? Comment passe-t-on des données brutes aux interprétations théoriques ? Quelle transparence dans la restitution ?
5- Validation externe	Quelles institutions de critiques collectives ?

2.1. Pourquoi cette étude ?

Selon Pratt (2008), il s'agit de préciser pourquoi la démarche qualitative est la plus pertinente pour la question de recherche posée en précisant aussi la finalité de l'étude. Dans notre cas, les raisons suivantes motivent le recours à ce *design* méthodologique.

- 1- La majorité des études portant sur la sélection des projets ont demandé aux investisseurs de pondérer l'importance de critères supposés présents dans leur appréciation des projets (elles sont de nature rétrospective).
- 2- Très peu d'études ont analysé le processus d'identification des opportunités d'investissement. Deux types d'analyses sont identifiables : Harrison et al. (1997), Maxwell et Lévesque (2014) et Scarbrough et al. (2013) analysent l'émergence de la confiance entre investisseurs et porteurs de projet ; Huang et Pearce (2015) se focalisent sur la fin du processus en parlant de confrontation entre intuition et mesure rationnelle (logique additive et ou compensatoire). Les premières n'ont pas étudié que la présélection alors que la seconde n'a pas décrit comment le BA arrive aux deux composantes finales de la décision. Le jugement est un processus continu qui ne peut se résumer à une confrontation finale d'*inputs*.
- 3- Alors que l'incertitude influence principalement le processus de traitement de l'information avant la décision, nous cernons très peu le déroulé de la perception des BA dans le cadre de l'investissement dans les firmes entrepreneuriales (Huang et Pearce, 2015). En incertitude, la décision découle du sens créé en situation par l'individu en adoptant un style de raisonnement particulier (Stigliani et Ravasi, 2012). Ce style de pensée conduit à manipuler subjectivement les indicateurs présents en situation

pour créer de nouveaux construits de décision. c'est ce que nous souhaitons observer.

- 4- Très peu d'études porte sur le processus d'identification des opportunités par les BA dans le contexte français.

Pour toutes ces raisons, et plus encore de par la nécessité de considérer l'évaluation des projets comme un processus de création de sens, nous adoptons la démarche qualitative abductive. Elle nous permet de laisser notre construction théorique se nourrir de l'expérience et la signification que les BA affectent eux-mêmes aux différents éléments pendant l'évaluation des projets en amorçage. Nous éclairons le lecteur sur la manière dont certains acteurs (les BA) arrivent à affronter l'incertitude des firmes entrepreneuriales en amorçage alors que la théorie financière classique décrit une complexité excessive de l'investissement dans un tel contexte.

2.2. Pourquoi étudier ce contexte ?

Sur ce point, une étude qualitative doit expliquer pourquoi le contexte retenu présente une plus-value pour la connaissance scientifique. Nous choisissons d'étudier la population des BA parce qu'elle est constituée d'individus investissant volontairement leur propre fortune pour leur propre compte et sans aucune contrainte de subordination hiérarchique. Ils sont les premiers investisseurs en termes de montants dans l'amorçage des idées entrepreneuriales. Ils sont, contrairement à d'autres investisseurs (*venture capital*, fonds public, *corporate venture*, *love money* et *crowdfunding*), plus susceptibles de se laisser guider par leur subjectivité d'autant plus que cette dernière est ancrée dans leur riche expérience de *manager* et ou d'entrepreneur. De plus, avant d'investir, ils interagissent avec les porteurs afin de construire leur jugement final. La phase d'instruction par les BA nous donne l'occasion d'étudier la structure du raisonnement en situation réelle durant une période dédiée à l'émergence du jugement. Elle permet de voir s'opérationnaliser la création du sens. Nous améliorons l'état de la connaissance non seulement sur l'identification des opportunités d'investissement, mais aussi sur la décision en situation incertaine de façon plus générale. Nous définissons mieux ce qu'est un processus de jugement intuitif grâce à ce terrain spécifique des BA impliqués dans l'instruction des projets entrepreneuriaux.

2.3. Qu'est ce que j'étudie et pourquoi ?

Une étude qualitative améliore sa validité en décrivant clairement l'objet de son étude et le choix pertinent de la technique d'échantillonnage et d'accès aux données. Nous l'avons bien

précisé dans la partie théorique de cette thèse, l'objet de notre étude est l'identification d'une opportunité d'investissement à la phase d'amorçage des idées entrepreneuriales. En mettant au centre de notre questionnement la structure du raisonnement dans cette activité, nous avons choisi de nous immerger dans le quotidien ou la « routine » d'investissement des BA. C'est la manière dont le sens est créé intuitivement qui nous intéresse. Nous avons cru nécessaire d'aller non seulement observer ces acteurs en situation mais aussi de les entretenir sur le sens qui accompagne leur comportement d'investissement. Le champ d'observation était la phase d'instruction ou d'évaluation du dossier et les entretiens portaient aussi sur la même phase du processus d'investissement des BA. L'échantillonnage des cas observés et des interviewés était théorique (Corbin et Strauss, 1990). Les deux projets étudiés ont retenu notre attention parce qu'ils étaient conformes à notre définition de projet entrepreneurial en phase d'amorçage. Le recrutement des interviewés a été faite par la technique de *snowball*. L'objectif était d'interagir avec des BA qui pouvaient nous informer substantiellement sur l'instruction des dossiers. Chaque interviewé a été considéré comme une source de connaissance potentielle (Thorpe, 2014). Nous avons préféré des investisseurs familiers avec cette tâche d'évaluation et de création de sens. Ils nous ont été recommandés par des contacts au sein des réseaux approchés. Cette technique garantie le ciblage du champ d'investigation au sein d'une population où l'activité étudiée est privée. L'immersion par la cooptation favorise la confiance relationnelle entre le chercheur et ses sujets d'étude (Cunliffe et Alcadipani, 2016). En mobilisant ces deux approches de collecte d'information sur un même phénomène, nous avons triangulé les sources afin de cerner de façon rigoureuse la stratégie cognitive des BA.

Une recherche qualitative abductive, pour être valide, se doit aussi de réfuter les explications alternatives à son interprétation du phénomène étudié (Hlady-Rispal et Jouison-Laffitte, 2014) tout en garantissant l'ouverture vers des recherches futures (Dumez, 2011). La première approche de réfutation que nous utilisons est la triangulation des sources (diverses techniques de collecte de données). La confrontation à des théories alternatives est la seconde approche de réfutation qui se fera plus dans la Section 3 de ce chapitre.

2.4. Comment s'est déroulée l'étude ?

La validité s'améliore lorsque le chercheur explicite le processus qui le conduit à la production de la connaissance (Pratt, 2008). L'analyse qualitative est itérative dans son déroulement et la nécessité de présenter une démarche ne doit pas être vue comme une contrainte dans la production de la connaissance. Le schéma d'interprétation est flexible et

évolutif. Nous pouvons cependant décrire son évolution *a posteriori*. L'analyse dans notre recherche a été inductive en s'inspirant des expériences des BA pour construire un schéma d'interprétation théorique de l'identification des opportunités d'investissement. Nous avons explicité l'évolution de la démarche d'interprétation en énonçant les paramètres clés de l'analyse. Dans la restitution de nos résultats, nous nous sommes employés à ancrer dans les propos des BA nos déductions théoriques. Le lecteur a sans doute remarqué ce mix entre résultats de l'analyse et matériaux empiriques qui est au cœur de l'approche qualitative interprétative. L'art du chercheur qualitatif consiste à ré-agencer des matériaux empiriques pour écrire un récit cohérent (Paillé et Mucchielli, 2012). C'est ce que nous faisons dans la présentation des résultats de nos travaux en proposant une conversation cohérente et compréhensible avec le lecteur. La restitution sous forme de tableaux et de schémas structurant le passage des matériaux aux construits théoriques (Corley et Gioia, 2011; Gioia et Chittipeddi, 1991) est un autre aspect améliorant la compréhensibilité et la validité de l'étude.

La recherche interprétative qualitative doit fournir les résultats plus proches de l'interprétation de la réalité par les sujets étudiés (Avenier et Thomas, 2015). C'est ainsi qu'elle démontre la minimisation de l'influence des schémas d'interprétation personnelle du chercheur sur la réalité étudiée (Rispoli et Jouison-Laffitte, 2015). Dans notre recherche, cette confrontation entre les interprétations a été faite de deux façons. D'abord, les résultats de la phase d'observation en situation réelle ont été corroborés par les récits récoltés au cours des entretiens phénoménologiques. Le schéma de raisonnement observé était aussi présent dans le raisonnement extériorisé par les BA eux-mêmes *a posteriori*. Ensuite, l'analyse des entretiens (un rapport de 20 pages) a été soumise à validation à des BA qui ont voulu nous consacrer leur temps (pendant le mois de Juin 2016). Ainsi, la restitution faite dans le chapitre 5 prend en compte les amendements faits par les BA sur le document initial qui leur a été présenté.

2.5. Validation externe

Le dernier point de validité que nous abordons est celui de la confrontation des résultats de la recherche à la communauté scientifique à laquelle elle souhaite apporter de la connaissance. Les institutions de critiques collectives sont les meilleures arènes de validation externe de la connaissance produite qualitativement (Avenier et Thomas, 2012). Dans notre cas, les deux parties des résultats empiriques ont fait l'objet de communication dans des conférences internationales. L'analyse basée sur les observations en situation réelle a été présentée au 60^{ème} congrès de l'ICSB (*International Council for Small Business*) à Dubaï (2015) et à un *Workshop* international sur l'innovation (*Economics of Entrepreneurship and*

Innovation) en Allemagne en 2015 (Track finance entrepreneuriale). Sur le plan national, il a fait l'objet de présentation à la première journée de l'Innovation Abbé Grégoire en Mars 2016 (Track finance entrepreneuriale). Les résultats sur l'analyse du processus global de création du sens ont été présentés à l'EURAM (*European Academy of Management*) 2016 (Track finance entrepreneuriale). Ces communications représentent des arènes de confrontation pertinente de nos résultats. La validation de nos travaux par un comité de suivi de thèse (composé de membres extérieurs à notre encadrement) tout au long du projet doctoral est une autre source de confrontation aussi importante des réflexions consignées dans cette thèse.

Les différents points ci-dessus nous permettent de prétendre à une validité de notre étude. Les résultats peuvent donc contribuer à la connaissance scientifique. La mise en perspective de nos résultats par rapport aux différentes littératures est abordée ci-dessous. La finance entrepreneuriale et la théorie de la décision en incertitude sont des champs de connaissances auxquels nous voulons apporter du savoir. La discussion en décision entrepreneuriale permet d'éliminer les explications alternatives qui auraient pu remettre en cause la pertinence de nos choix théoriques et de notre analyse. Des propositions sont faites pour orienter les réflexions futures comme le préconisent (Gioia et al., 2013). Nous revenons sur ces différents points ci-dessous.

Section 3 : Mise en perspective théorique des résultats

Trois champs théoriques sont successivement présentés : la finance entrepreneuriale (3.1, 3.2 et 3.3), la décision entrepreneuriale (3.4) et la décision managériale (3.5).

3.1. La finance entrepreneuriale et l'influence de l'incertitude

Le champ de la finance entrepreneuriale vise une meilleure compréhension de la façon dont le marché des capitaux impacte la croissance et la survie des firmes entrepreneuriales nouvellement créées (Cumming et Vismara, 2016a; Denis, 2004; Berger et Udell, 1998; Bertoni et al., 2015; Robb et Robinson, 2012). Alors que la finance classique étudie les problématiques financières des grandes firmes cotées, la finance entrepreneuriale s'intéresse à des entreprises privées (non publiques) (Audretsch et al., 2014). Les firmes entrepreneuriales se caractérisent par une exagération des deux problèmes fondamentaux traités dans la littérature en finance d'entreprise à savoir : l'asymétrie d'information et les problèmes d'agence (Denis, 2004; Fathi et Gailly, 2003). La firme entrepreneuriale est celle qui se crée

sur la base d'une stratégie d'innovation (quelle que soit sa source) avec des objectifs de croissance et de profitabilité à long terme (Carland et al., 1984 ; Matthews et Scott, 1995). L'action entrepreneuriale signifie essentiellement la remise en cause des valeurs établies (Kerr et al., 2014).

Nos résultats permettent dans un premier temps de préciser la notion d'amorçage ou de *early stage* de la firme entrepreneuriale. Nous avons montré que la caractérisation de cette phase de développement de la firme est importante pour mieux comprendre l'identification des opportunités d'investissement. Elle place la firme entrepreneuriale dans un contexte d'incertitude qui influence l'identification des opportunités par les BA. La plupart des travaux existants ne prennent pas en compte cette influence. En effet, la tradition en finance entrepreneuriale consiste à évaluer la nature des investissements en fonction de l'asymétrie d'information et les coûts d'agences (Berger et Udell, 1998; Myers et Majluf, 1984; St-Pierre et Fadil, 2011; Colombo et al., 2014; Cosh et al., 2009). Ainsi, la caractérisation de l'investissement va être fonction des facteurs susceptibles d'impacter le degré de l'asymétrie : les caractéristiques de l'entrepreneur (âge, expérience etc.), les caractéristiques de la firme (année d'existence, données de performance, effectifs, tangibilité des actifs etc.), la propriété intellectuelle, l'environnement, la liquidité de l'investissement et l'expertise du financeur (Cassar, 2004; de Bettignies et Brander, 2007; Denis, 2004; Ueda, 2004; Klein et al., 2014). Le nombre d'années d'existence a été largement utilisé pour dissocier les différentes phases de développement de la firme innovante. Erikson (2007), étudiant l'investissement informel, situe l'amorçage de la firme entrepreneuriale entre 2 et 5 années d'existence. Miloud et al. (2012) retiennent un nombre d'année inférieur à 5 ans pour considérer une firme comme étant en amorçage selon la perception des VC. Ils rajoutent qu'il s'agit d'un standard accepté dans la littérature. Morrissette (2007), se focalisant sur les BA, situe ce stade de développement entre 1 et 2 ans. Ces contradictions montrent déjà que le critère de l'âge n'est pas stable pour caractériser les différentes phases du développement des firmes innovantes.

Nombreuses sont les études qui ne vont pas définir formellement la phase de développement dans leur analyse. Fried et Hisrich (1994) décrivant le processus d'investissement des VC évoquent sans expliciter les différentes phases de *seed*, de *first* et de *second stage*. Paul et al. (2007) s'inspirant de ce travail sur les VC, analysent le comportement des BA. Ces auteurs ne consacrent pas non plus une attention particulière à la caractérisation de la phase d'intervention du BA. Steier et Greenwood (1999), étudiant aussi l'investissement des BA, considèrent que ces derniers interviennent beaucoup dans des firmes nouvellement créées. Leur définition de ces firmes se limite au fait qu'elles soient des entités

socialement encadrées. Redis et al. (2013) étudient la stratégie d'investissement des BA français en amorçage mais ne définissent aucunement cette phase. Mason et Harrison (1995) évoquent l'*early stage* comme le stade de développement de la nouvelle firme qui vient après les phases de *seed* et de *start-up*. Aucune caractérisation de ces différentes étapes n'est fournie. Gompers (1995) ainsi que Hall et Hofer (1993) mettent le terme au cœur de leur raisonnement mais ne le caractérisent pas. Shepherd et al. (2003), Shepherd et Zacharakis (1999) et Zacharakis et Shepherd (2005), qualifiant le VC d'un investisseur important en amorçage, n'ont pas donné de définition explicite de cette phase de développement. Tyebjee et Bruno (1984) définissent la firme nouvellement créée qui intéresse le VC comme une entité avec très peu d'historique de performance et un long horizon de développement de son produit et de son marché. Festel et De Cleyn (2013) retiennent l'absence de *track record* pour caractériser l'amorçage. Baum et Silverman (2004) retient la même caractéristique pour définir les *startups* technologiques comme incertaines et y rajoutent le caractère très peu développé mais extrêmement évolutif de leur marché. Kerr et al. (2014) évoque le terme opacité pour définir la firme à ce stade de développement. Ludvigsen (2009) et Mason (2009) rajoutent l'absence de collatéraux à l'amorçage puisque la firme détient essentiellement des actifs intangibles. Les prospects de la firme entrepreneuriale en amorçage sont incertains (Lerner et Watson, 2008). Cumming et Johan (2008) affirment plus clairement que l'*early stage* représente la deuxième étape du développement de la firme après le *seed stage*. Ils le définissent comme la phase de développement généralement inférieur à 30 mois d'âge où la firme dispose soit d'un produit pilote ou est en train de tester un produit et où la firme peut ou pas commencer par générer des revenus. C'est à l'amorçage que l'idée entrepreneuriale sera expérimentée pour savoir si elle est d'une part reproductible à grande échelle et d'autre part si elle sera endossée par un marché conséquent (Bernstein et al., 2015; Kerr et al., 2014; Huang et Pearce, 2015). A ce stade, la technologie n'est pas encore prouvée, le produit ou service n'est pas encore fini ou le marché n'est pas encore vérifié (Parhankangas et Ehrlich, 2014). La plupart du temps, aucun produit n'est encore vendu (Smith et Cordina, 2014).

Même si cela n'apparaît pas systématiquement et explicitement dans toutes les études en finance entrepreneuriale, l'*early stage* ou l'amorçage de par ses caractéristiques fait que la firme entrepreneuriale est perçue comme un objet incertain dont les rentabilités futures ne peuvent être probabilisées (Dahiya et Ray, 2012). Les retombées économiques d'une idée entrepreneuriale sont incertaines avec très peu d'information sur les chances de succès (Scott et al., 2015). La forte incertitude est la norme chez la firme entrepreneuriale et elle rend désuète toute planification stratégique (Matthews et Scott, 1995). Il s'agit d'une incertitude

non mesurable objectivement (Huang et Pearce, 2015). En cohérence avec ces travaux ci-dessus, notre étude décrit cette phase d'amorçage comme incertaine en allant plus loin que la seule asymétrie d'information. Nous retrouvons auprès de nos BA cette notion d'incertitude lié au fait que le *fit* marché-produit n'est pas encore trouvé par la firme entrepreneuriale qui va retenir leur attention.

La question de la définition explicite de l'incertitude en amorçage peut avoir la réponse suivante: « si finalement autant de théoriciens ne définissent pas explicitement l'amorçage ou le *early stage* dans leur analyse, peut-être que cela a très peu d'importance sur la conceptualisation ». Il nous revient de montrer que bien au contraire, la prise en compte de ces caractéristiques apporte une plus-value à la connaissance scientifique. Nous approfondissons la mise en perspective par rapport à la finance entrepreneuriale sur deux points : 3.2.) les stratégies des investisseurs face à l'incertitude et 3.3.) le processus de décision des BA décrit dans la littérature. En effet, en caractérisant l'amorçage comme incertitude, nous déduisons une influence directe sur l'aptitude *in situ* à identifier une opportunité d'investissement à ce stade de développement de la firme. Plus précisément, nous avons démontré que l'incertitude influence la stratégie cognitive de l'investisseur. A notre connaissance, très peu d'analyses ont fait ce lien entre incertitude et cognition. Cette lacune pourrait être un frein à l'amélioration de notre compréhension des processus de raisonnement des investisseurs.

3.2. Les stratégies mises en œuvre pour affronter l'incertitude dans l'industrie du capital risque

Les mécanismes d'affrontement de l'incertitude souvent décrits dans la littérature en finance entrepreneuriale visent à minimiser le coût d'agence entre les investisseurs en capital-risque de façon générale et les firmes investies. On peut distinguer : le recours aux actions préférentielles, les droits de vote au conseil d'administration, le financement par étape, le co-investissement, la syndication et les clauses contractuelles (Denis, 2004; Tashiro, 1999). Une pratique commune à la plupart des investisseurs est le co-investissement. Il consiste à engager, sur un même projet, plusieurs investisseurs afin de réduire l'exposition au risque individuel (Cumming et Johan, 2008; Lerner, 1994). Il permet de mieux organiser l'évaluation et le *monitoring* du projet pendant son développement (Wong et al., 2009). L'évaluation est plus pertinente à cause de la diversité des expertises présentes, les différents schémas de représentation s'auto-ajustant. Ce comportement d'investissement face à l'incertitude n'invalide pas l'approche développée dans cette thèse. Au contraire, nous

mettons en évidence certains aspects de l'évaluation collective qui peuvent améliorer la pratique du co-investissement. Nos résultats renseignent la pratique en mettant en évidence la façon dont l'activité cognitive doit se structurer pour éviter le piège de l'ancrage dans des cas connus. Notre analyse veut ainsi réduire les risques de biais dans la perception des opportunités d'investissement chez les investisseurs. Théoriquement, nous offrons un cadre plus pertinent pour expliquer ce comportement collectif des investisseurs. Les cadres de l'agence et de l'asymétrie d'information n'expliquent pas la décision d'investissement dans un contexte d'incertitude où les significations des informations sont elles-mêmes ambiguës (Bonnet et al., 2013). L'appareil cognitif devient la ressource clé de l'évaluation. Notre étude remet l'individu, à travers sa cognition, au centre de la stratégie d'investissement face à l'incertitude. L'analyse enrichit les conclusions proposées par Bonnet et al (2013) puisqu'elle décrit l'importance de la forme du raisonnement dans l'interprétation des informations en situation. Cette structure du raisonnement a pour avantage de préserver l'unicité ou la nouveauté inhérente aux projets entrepreneuriaux au moment de l'évaluation de ces derniers. Il faut préciser que les conclusions de Bonnet et al (2013) sont relatives au post-investissement alors que nous nous employons à mieux comprendre la décision d'investissement qui représente la point de départ de toute l'interaction entre investisseur et investie.

Les autres stratégies décrites pour affronter l'incertitude sont aussi plus tournées vers l'après-investissement. Prenons l'exemple du financement par étape qui consiste à échelonner l'entrée dans le capital de la firme entrepreneuriale sur ses phases de développement. Ce mécanisme de financement est un moyen d'incitation de l'entrepreneur pour atteindre les objectifs périodiques initialement fixés. Le financement par étape va amener le financeur à délibérément allouer moins de capital dans les premières étapes d'intervention en espérant avoir progressivement plus d'informations sur la qualité du projet (Gompers, 1995). Dans ce type de montage, l'investisseur et l'entrepreneur gardent des options extérieures au *deal* qui leurs permettent chacun de se désengager au profit d'autres opérations ou projets plus avantageux (Dahiya et Ray, 2012). L'investissement par étape permet alors de s'adapter au besoin d'expérimentation qui caractérise les étapes de démarrage de la firme entrepreneuriale (Kerr et al., 2014). L'expérimentation est une approche de comportement en incertitude qui permet de collecter des informations qui sont coûteuses à obtenir. C'est une stratégie agressive pour affronter l'incertitude mais elle nécessite toutefois qu'un premier engagement financier soit fait dans le projet. Le mécanisme de l'échelonnement de l'investissement

n'explique donc pas ce premier investissement où il n'y a pas d'informations crédibles pertinentes.

Les droits de vote et les actions préférentielles représentent d'autres mécanismes de contrôle post-investissement (Morrissette, 2007; Wong et al., 2009). Les premiers servent à contrôler les investies afin de minimiser le risque de hasard moral⁴⁶ (Becker-Blease et Sohl, 2007; Bonnet et Wirtz, 2011). Ils sont moins utilisés par les BA qui recourent à la proximité physique comme moyen de contrôle (Politis et Landström, 2002). Les seconds, utilisés par toutes les catégories d'investisseurs indépendants, permettent de réduire l'exposition aux pertes en cas d'évolution négative du projet (Morrissette, 2007). Les acteurs peuvent utiliser diverses clauses contractuelles (Berger et Udell, 1998). Ces mécanismes, n'ayant pas la même cible que notre analyse, viennent compléter l'arsenal de l'investissement en amorçage. Nos résultats, en faisant le lien entre incertitude et décision, trouvent donc sa place dans l'état actuel de la connaissance en finance entrepreneuriale.

L'incertitude rend impossible toute prévision du succès d'une firme entrepreneuriale même par les investisseurs et les managers les plus professionnels (Kerr et al., 2014). Ceci est confirmé par le fait que l'industrie du capital risque réalise des gains sur une toute petite partie de leurs investissements en amorçage. Les stratégies développées plus haut sont des comportements économiques définis à l'échelle macroéconomique. Elles prennent très peu en compte le choix discret fait par un investisseur au début du processus. Il faut dans tous les cas savoir si le projet peut potentiellement créer de la valeur avant de s'y engager et essayer de contrôler le comportement futur des acteurs. La caractérisation de l'incertitude à travers son influence sur les capacités cognitives individuelles est une approche pertinente pour mieux comprendre comment les acteurs choisissent de mettre en place une relation d'expérimentation (seul moyen de créer les informations les plus pertinentes). Dans un contexte d'incertitude excessive, le comportement d'investissement devient le fruit d'un jugement individuel qui conduit à créer du sens (Moesel et Fiet, 2001). La capacité de l'investisseur à activement créer des relations et des connexions entre les différents faits observables est un excellent moyen de construire une explication personnelle des choses qui sera ensuite partagée (Hisrich et Jankowicz, 1990). Les travaux de Elsbach et Kramer (2003) ainsi que Huang et Pearce (2015) font partie de ces études récentes qui ont mis l'accent sur ce lien cognition-incertitude dans l'évaluation de la créativité d'autrui. Cependant, ils décrivent très peu la structuration active du raisonnement d'évaluation. L'approche intuitive de la

⁴⁶ C'est le risque pour des actionnaires de voir le *manager* poursuivre des objectifs différents des leurs.

décision, définie par la psychologie cognitive, est un excellent outil à exploiter pour mieux cerner les stratégies cognitives réelles des investisseurs. Notre étude est la première à analyser la forme de ce raisonnement qui conduit à la production d'indicateurs pertinents à la décision dans l'industrie du capital-risque. Devant un tel manque de travaux empiriques défendant l'approche de création de sens dans les décisions d'investissement (nonobstant son potentiel explicatif), nous faisons la proposition (P1) suivante susceptible d'orienter les conceptualisations futures :

P1 : La stratégie de l'investisseur pour affronter l'incertitude est ancrée dans les interactions qu'il établit subjectivement entre les faits observés in situ, l'incertitude rendant impossible toute collecte d'informations pertinentes.

Il suffira de construire une mesure plus fiable de l'incertitude comme décrite dans les propos ci-dessus et essayer d'observer la structuration du raisonnement de l'investisseur. Il est possible de caractériser cette dernière à travers son produit discursif comme nous l'avons fait dans notre étude. D'autres approches peuvent exister. Il devient donc nécessaire, contrairement à ce que a été fait dans la majorité des études en capital-risque, de caractériser l'étape à laquelle intervient l'investissement. Ceci permettra de mieux délimiter ses influences sur la cognition de l'individu et de mieux conceptualiser l'opportunité d'investissement. La compétence du BA n'est pas strictement confinée à l'expertise technique sur un projet entrepreneurial comme le définit la théorie de la *Pecking Order* inversée (Brenet, 2005; Garmaise, 2001; Ueda, 2000). Le BA possède effectivement des connaissances, mais celles-ci sont liées à la façon de raisonner économiquement autour du projet. Les détails sur la technologie et le marché sont détenus par le porteur. C'est une des raisons pour lesquelles l'entrepreneur est un critère de décision centrale en amorçage. Nous revenons ci-dessous sur les critères de la décision d'investissement en amorçage. L'enjeu n'est plus la gestion de l'asymétrie d'information ni des coûts d'agences entre investisseurs et investis mais de comprendre le cas unique sous observation afin de faire des inférences vers le futur.

3.3. Les critères de la décision d'investissement dans les projets en amorçage

L'accès au capital extérieur est une problématique centrale au développement de l'innovation. Le débat exposé précédemment a caractérisé une stratégie susceptible d'aider les investisseurs à affronter l'incertitude inhérente à l'amorçage. Dans cette section, nous nous

focalisons davantage sur la description de la décision d'investissement afin d'y montrer la plus-value d'une approche psycho-cognitive comme la nôtre.

Notre thèse ne remet pas en cause l'ensemble des variables identifiées par ailleurs comme critères de sélection des projets au démarrage des firmes entrepreneuriales. Ce n'est pas son objectif. Elle veut plutôt les utiliser pour comprendre pour quelle finalité ces variables sont invoquées. Le fait de retrouver les mêmes facteurs de la perception confirme que notre *design* de recherche a atteint son objet qui est d'étudier l'opportunité d'investissement en amorçage. Les qualités de l'entrepreneur représentent des facteurs importants de la décision d'investissement selon les études précédentes (Aernoudt, 1999; Chen et al., 2009; Feeney et al., 1999; Huang et Pearce, 2015; Maxwell et al., 2011; Osnabrugge, 2000; Paul et al., 2007; Sudek, 2006; Mouzakitis et al., 2011 ;Silva, 2004;Feeney et al., 1999; Maxwell et Lévesque, 2014). Pour faire un résumé précis de l'importante littérature existante sur la décision d'investissement à l'amorçage des firmes entrepreneuriales, nous avons choisi de prendre la figure 32 ci-dessous de Tyebjee et Bruno (1984).

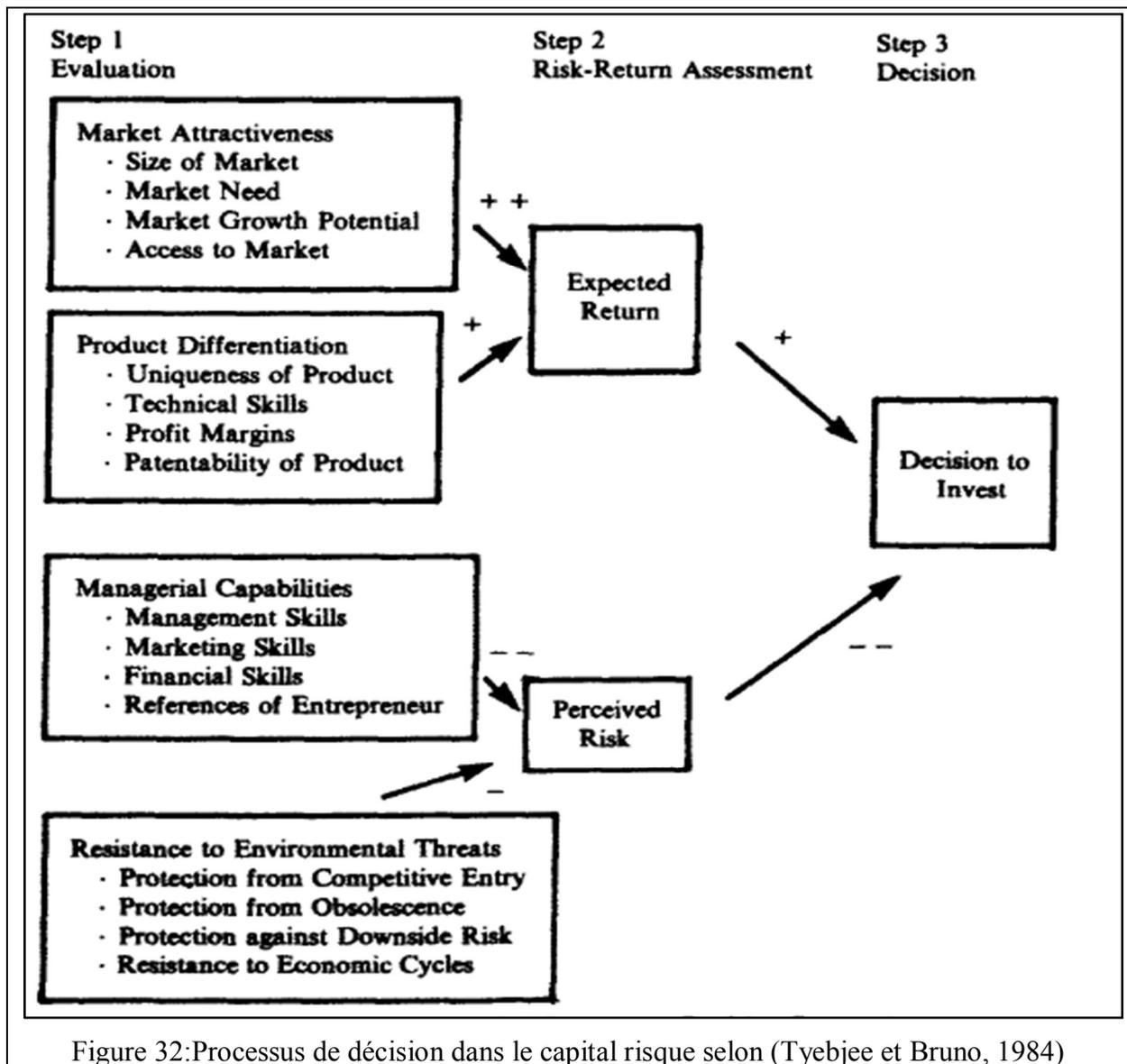
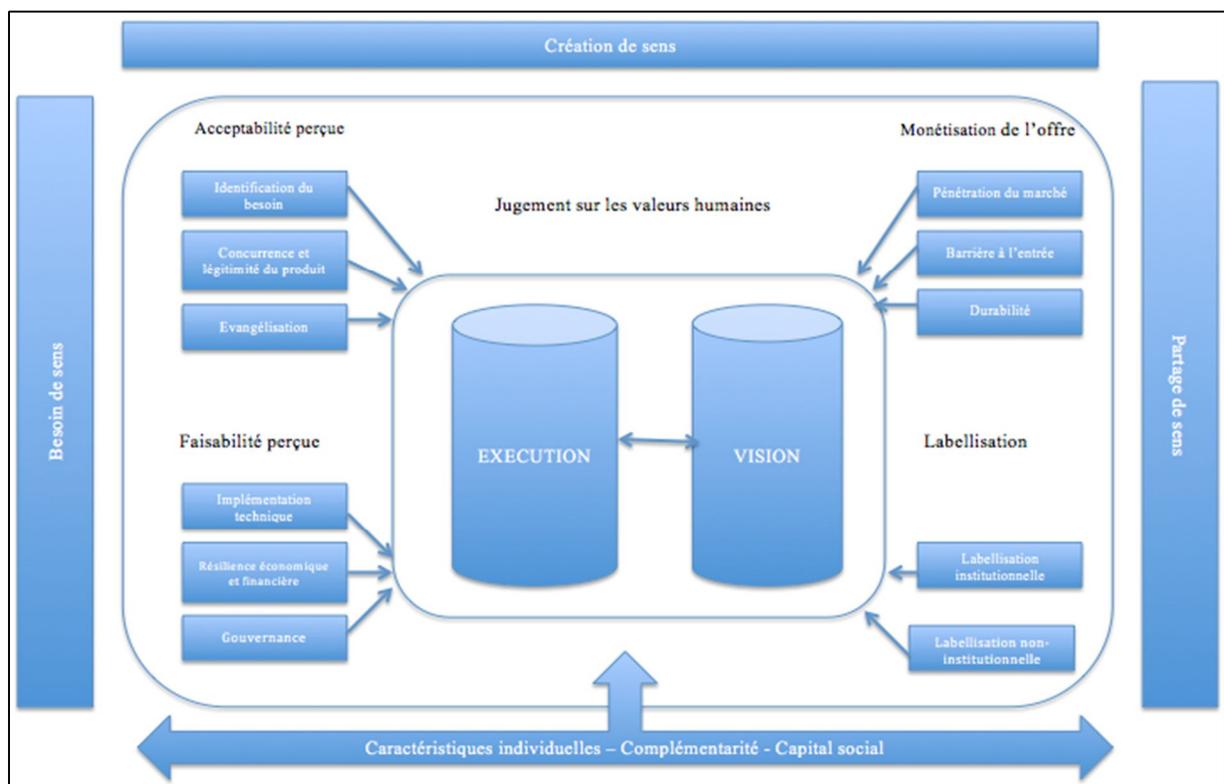


Figure 32:Processus de décision dans le capital risque selon (Tyebjee et Bruno, 1984)

Le fait de remettre au jour un tel schéma malgré son ancienneté indique un peu l'état de stagnation de la connaissance autour du phénomène de la décision d'investissement dans le capital risque de façon générale. Ce schéma nous montre que la décision d'investissement prend en compte : les compétences de l'entrepreneur, les caractéristiques du produit, les variables du marché et la protection de l'avantage du projet. Certaines études vont zoomer sur les compétences de l'équipe proclamant sa prégnance dans la décision d'investissement. Elles ne remettent cependant pas en cause les variables métriques relatives aux trois autres catégories de critères. Quelquefois, c'est la satisfaction d'un besoin ou la qualité de l'offre qui apparaît comme le facteur de décision le plus important (Carpentier et Suret, 2015; Mason et Stark, 2004; Shepherd et Zacharakis, 1999). Les études vont se différencier en fonction de l'intensité de la corrélation entre les catégories de facteurs et la décision d'investissement. Ces

différences s'expliquent soit par le contexte institutionnel (Clercq et al., 2012) soit par la diversité des méthodes d'étude (Carpentier et Suret, 2015; Mason et Stark, 2004).

A ce schéma de la décision d'investissement, nous faisons un grief principal : « Comment les différentes catégories de facteurs postulés à la phase 1 sont évaluées si le peu d'information disponible en amorçage n'est pas pertinente à cause de l'incertitude ? ». Nous formulons cette question aujourd'hui parce que notre raisonnement nous amène à faire le lien entre l'incertitude à l'amorçage et la décision des BA. La plus-value de l'approche que nous développons dans cette thèse réside dans la réponse à cette question. Pour être plus explicite, mettons en parallèle notre modèle d'identification des opportunités d'investissement et faisons ressortir les plus-value de notre analyse (modèle présenté figure 31 dans le chapitre 5).



La littérature récente sur la décision des BA avance que l'entrepreneur représente le facteur de décision le plus important pour différentes raisons : nécessité du *fit*, problème d'agence futur, importance des facteurs humains etc. Nous ne remettons pas en cause ces constats. D'ailleurs, nous les positionnons aussi de façon plus évidente au centre de la représentation de notre modèle. Cependant dans nos propos, cette centralité ne signifie pas qu'il est plus important que les autres catégories de facteur mais plutôt le fait qu'il est l'objet du jugement du BA. Nous conceptualisons la décision d'investissement en amorçage comme un jugement intuitif qui porte sur l'entrepreneur parce qu'il constitue la seule composante du

projet qui a une existence indéniable à ce stade. La littérature a défini l'importance de l'entrepreneur de différentes façons : enthousiasme, expérience, passion, intégrité, engagement, réalisme, adaptabilité, honnêteté, confiance, réceptivité, esprit de bénévolat pour ne citer que ceux-là (Clark, 2008; Hsu et al., 2014; Landström, 1998, 1995; Mason et Harrison, 2003; Maxwell et al., 2011; Maxwell et Lévesque, 2014; Osnabrugge, 2000; Parhankangas et Ehrlich, 2014; Silva, 2004; Stedler et Peters, 2003; Sudek, 2006). Nous délimitons ce facteur « entrepreneur » en le définissant comme une équipe capable d'exécuter et possédant une vision pertinente. La capacité d'exécution et la vision elles-mêmes regroupent l'ensemble des caractéristiques humaines décrites dans la littérature. Nous y rassemblons : la réactivité, la capacité de communication, la capacité à remettre en cause, l'écoute, la discussion, l'agilité intellectuelle, la motivation, la planification et la projection. Notre travail ici, en respectant les constituants définis dans la littérature, permet de clarifier les propos sur les valeurs de l'entrepreneur en indiquant plus finement pourquoi le BA prête attention à ces paramètres. Nous orientons ainsi l'opérationnalisation de l'humain dans différents contextes d'évaluation de projet entrepreneurial. Nous en déduisons la proposition (P2) suivante :

P2 : Dans un contexte d'incertitude forte, l'identification d'une opportunité d'investissement consiste à évaluer la capacité d'exécution et la vision de l'équipe entrepreneuriale, ces deux valeurs pouvant s'opérationnaliser de diverses manières.

Ensuite, les dimensions que nous désignons respectivement comme « acceptabilité perçue » « pénétration du marché » et « faisabilité perçue » sont cohérentes avec les autres catégories de facteurs existants sur la figure de Tyebjee et Bruno (1984). Les points de différences sont illustrés comme suit. Si nous prenons notre dimension « monétisation de l'offre », elle intègre à la fois des composantes de la résistance aux menaces environnementales, des éléments de la différenciation du produit et des éléments d'attractivité du marché décrits par Tyebjee et Bruno (1984). La configuration est la même pour les autres dimensions de notre modèle. La nouveauté est que nos dimensions désignent une dynamique dans la structuration de la réflexion du BA autour des projets entrepreneuriaux. Elle désigne pour chacune d'elle, comment la cognition BA relie les différentes informations qu'il collecte durant l'instruction. Cette lecture structurante est possible parce que nous avons intégré dans notre conceptualisation le fait que l'incertitude en amorçage contraint le BA à adopter un style de raisonnement qui le conduit à créer subjectivement de nouveaux construits pour sa

décision. Ainsi, comprendre la décision du BA ne peut se limiter à une pondération des facteurs discrets. Il faut imaginer des instruments de mesure qui prennent en compte cette dimension structurante de la réflexion pour créer de nouveaux éléments de sens. Nous pouvons faire la proposition (P3) suivante :

P3 : *L'identification des opportunités d'investissement en amorçage est un ensemble d'opérations cognitives où des informations de diverses natures sont inter-reliées pour produire du sens.*

L'équipe entrepreneuriale étant la visée du jugement du BA à travers les différentes opérations que nous avons décrites ci-dessus, nous en déduisons que ces manipulations cognitives propres au BA servent à approximer les valeurs de l'équipe. Nous apportons ainsi une réponse à la question du « comment » les différentes catégories (présentées sur la figure de Tyebjee et Bruno, 1984) sont évaluées. Si le lecteur parcourt notre chapitre 5, il peut se rendre compte que les *inputs* des différentes opérations cognitives que nous décrivons sont elles-mêmes des faits ou comportements observés durant l'instruction. C'est ainsi que le BA va surmonter l'absence d'informations pertinentes à l'amorçage des projets. L'évaluation de l'équipe est complexe parce que la plupart du temps, il n'y a pas d'interactions antérieures entre le BA et les porteurs de projet (Kelly et Hay, 2003). Il faut donc dans un *laps* de temps très court, cerner les acteurs derrière le projet. Nous ressuscitons ces conclusions que nous trouvons essentielles dans l'article de Hisrich et Jankowicz (1990) et qui n'ont cependant pas reçu d'attention par la suite : « *the preponderant themes involved in all five grids relate to the adequacy of management associated with the proposal, either in the case of how the principal alone is construed or, more frequently, how the management team as a whole is seen. Almost all of the remaining constructs serve to amplify and qualify this predominant concern.* » (p.57). Comme le montrent nos résultats, les valeurs de l'entrepreneur sont approximées, amplifiées et qualifiées à travers les autres dimensions de la création du sens (Hisrich et Jankowicz, 1990). La description structurale ou les relations structurales sont au cœur de ce fonctionnement cognitif sous-jacent à l'évaluation du potentiel des firmes entrepreneuriales. Nous en déduisons que :

P4 : Le jugement ou l'intuition du BA sur les valeurs de l'équipe se nourrit de différentes opérations cognitives intermédiaires qui portent simultanément sur l'acceptation perçue, la monétisation de l'offre, la faisabilité perçue et la légitimation extérieure.

Dans nos propos, l'entrepreneur n'est pas plus important que d'autres facteurs. Ils le sont tous à travers les dimensions de la réflexion du BA. La différence est qu'ils sont agencés différemment dans la construction du sens. Nous pensons que le discours « facteurs plus importants que d'autres » biaise l'analyse du comportement décisionnel du BA en voulant trouver un facteur dominant alors même qu'il n'existe pas de base objective pour les comparer.

D'autres points de distanciation par rapport à la figure de Tyebjee et Bruno (1984) et donc la littérature existante sont perceptibles. D'abord, la dimension ou l'opération cognitive dénommée « labélisation extérieure ». Dans les études existantes, l'extérieur dans la décision d'investissement est représenté par les relations personnelles du BA. Ce dernier les utilise pour accéder à des projets à financer, pour valider les informations sur le potentiel du marché et pour approcher la réputation des entrepreneurs (Freear et al., 1994; Kirsch et al., 2009; Paul et al., 2007). Notre modèle élargit le périmètre de la notion d'« extérieur ». Elle représente pour nous l'ensemble des sources d'informations explicites ou tacites qui sont différentes de la personne du BA. Elle intègre des sources institutionnelles (centre de recherche, organisme de financement) qui ont déjà soutenu le projet et qui peuvent contribuer à la perception individuelle du BA. Elle comprend aussi des sources informelles (l'entourage de l'équipe projet, l'équipe projet elle-même) qui vont par leur engagement dans la firme entrepreneuriale permettre d'approximer un peu plus la capacité d'exécution et la vision de l'équipe. Ainsi définie, la labélisation extérieure devient une dimension de la décision du BA opérationnalisable facilement selon les spécificités des projets. Nous faisons ainsi émerger une nouvelle proposition (P5) :

P5 : Le jugement du BA lié à la capacité d'exécution et la vision du BA s'enrichit des indicateurs fournis par les sources extérieures de légitimation, aussi bien institutionnelles que informelles.

Notre modèle spécifie un peu plus le rôle de l'ensemble composé par les caractéristiques individuelles, la complémentarité de l'équipe et son capital social. Cet

ensemble va nourrir toutes les opérations cognitives que nous évoquions ci-dessus. Ce ne sont pas des déterminants directs de la décision ni des critères d'évaluation utilisés par le BA (Aernoudt, 1999; Maxwell et al., 2011; Sudek, 2006) mais leur importance est modérée par les spécificités du projet. Le nombre d'années d'expérience ou la formation d'un entrepreneur pris individuellement ne représentent pas des proxys pertinents de la décision du BA. Le capital social des membres de l'équipe n'aura de l'importance dans la perception que s'il permet de mieux apprécier les dimensions qui définissent le jugement sur l'équipe. Il va ensuite contribuer à mieux juger la capacité d'exécution et la vision des entrepreneurs parce qu'il va faciliter la monétisation de l'offre dans certains cas. Pris individuellement, ces facteurs que nous appelons « antécédents » sont dépourvus de sens. Cet ensemble participe donc à la structuration du sens en situation par le BA. Nous confirmons l'observation de Maxwell et Lévesque (2014) selon laquelle l'absence d'expérience n'est jamais considérée comme un élément destructeur de la confiance du BA en l'équipe. Ces auteurs rajoutent que ce sont les compétences acquises qui représentent l'élément de confiance le plus cité. Les compétences sont donc plus contextualisées que le seul facteur « expérience ». Notre analyse sur ce point est aussi conforme aux prescriptions antérieures qui ont mis en évidence l'interaction entre les caractéristiques de l'équipe et d'autres attributs du projet (Baum et Silverman, 2004; Zacharakis et Shepherd, 2005; Zaleski, 2011). L'analyse permet donc d'aller au delà des conclusions contradictoires de certaines études à propos de l'importance de l'expérience des entrepreneurs (Miloud et al., 2012; Mitteness et al., 2012; Teal et Hofer, 2003). L'influence de l'expérience et de la formation est indirecte (Carpentier et Suret, 2015 ; Shepherd, 1999), c'est-à-dire qu'elles vont permettre par exemple à l'entrepreneur d'avoir une stratégie de pénétration du marché plus pertinente que d'autres acteurs. Un autre exemple : l'expérience de l'équipe dans les petites firmes facilite la formulation d'objectifs opérationnels plus réalistes et ainsi permet de juger un entrepreneur comme crédible (Hsu et al., 2014).

Notre modèle diffère aussi de la littérature par l'accent qu'il met sur l'influence du collectif interne à un réseau dans la perception du BA. L'émergence des réseaux dans l'activité de BA est perçue comme un moyen de rendre plus visible ces investisseurs, de mutualiser les compétences et d'augmenter la capacité d'investissement. Elle est décrite principalement comme ayant modifié le processus de l'investissement du BA en aidant à la professionnalisation de l'activité (Avdeitchikova, 2008; Clark, 2008; Mason et al., 2013; Mason et Harrison, 2008; Sudek, 2006). Nous retrouvons aussi dans les propos de nos interviewés ce rôle du réseau comme essentiel pour encourager l'investissement informel. Ils

nous ont confirmé qu'il s'agissait d'un aspect important de l'activité dans le cadre français. Cependant, nous mettons en évidence l'influence du réseau sur l'activité cognitive du BA. Ce que font les autres membres d'un réseau par rapport à un projet entrepreneurial donné est un constituant très important de la perception en situation par le BA. Un projet qui n'est pas pris en instruction par un membre du réseau est perçu individuellement comme trop risqué même si le *pitch* de l'entrepreneur était fascinant. Les expériences et la sensibilité des uns et des autres au sein du club constituent un facteur de perception surtout pour les membres qui vont se positionner comme suiveurs sur certains dossiers. Le collectif joue aussi un rôle de partage et de communication du jugement entre les acteurs. Les instructeurs informent les autres membres du club et vont éventuellement influencer leur jugement personnel. Ils le font à travers des sessions soit formelles en comité d'investissement soit informelles à travers des discussions interindividuelles. L'expérience interne au club de chaque membre et les retours sur les investissements antérieurs informent la perception des autres sur les différents projets. Le collectif devient donc un élément de l'appareil psycho-cognitif du BA qui n'aurait probablement pas été aussi important dans la compréhension du phénomène si le lien incertitude-cognition n'avait pas été au centre de l'analyse. Les réseaux ou club de BA n'ont pas simplement un rôle de structuration à l'échelle macroéconomique de l'activité d'investissement informel. Nous ne portons pas ici de jugement de valeur sur ce rôle du collectif. Huang et Pearce (2015) affirment que le BA consulte rarement autrui dans sa prise de décision. Nous rejetons ce dernier constat. Seule l'analyse récente de Harrison et al. (2015) a décrit le rôle du social à l'intérieur d'un réseau sur l'évaluation des valeurs de l'équipe. Ces auteurs affirment que les investisseurs novices profitent de l'expérience des plus anciens au sein d'un même syndicat d'investissement. Ils distinguent ainsi cette forme d'apprentissage (*vicarious learning*) de celui lié à l'historique d'investissement individuel (*experiential learning*). Cependant, notre modèle va plus loin que le mécanisme d'apprentissage décrit par Harrison et al. (2015). Il considère l'aspect social interne au club comme un paramètre de l'appareil cognitif du BA, indépendamment du fait qu'il soit novice ou ancien. La perception du BA intériorise l'avis des autres comme indicateur de décision en amorçage. Ainsi, notre analyse montre un effet club ou réseau qui joue un rôle clé dans la perception ou le jugement des capacités d'exécution et de la vision des entrepreneurs. Notre modèle apporte ainsi une brique supplémentaire dans la conceptualisation et la mesure de la décision d'investissement des BA. Nous en déduisons la proposition (P6) suivante :

P6 : *Le jugement individuel lié aux capacités d'exécution et de la vision des entrepreneurs se nourrit du positionnement des autres membres du réseau ; le collectif participe à la perception du risque inhérent à tout projet de firme entrepreneurial en amorçage.*

Notre lecture de la décision d'investissement est proche de la théorisation faite par Maxwell et Lévesque (2014) à travers son modèle de décision des BA basé sur la confiance. L'action entrepreneuriale est aussi au cœur de notre modèle d'identification des opportunités d'investissement. C'est ce que les membres de l'équipe ont fait et continuent de faire qui offre les éléments nécessaires à la perception des BA. Nous allons plus loin en mettant ici en évidence les dimensions structurantes de la « boîte noire » du BA. C'est la place centrale que nous réservons à l'incertitude qui nous a orienté vers cette lecture du phénomène alors que le modèle de confiance de Maxwell et Lévesque se base sur les coûts d'agence. Leur modèle s'inscrit plus dans un registre « confiance/rétablissement de la confiance » par des mécanismes de contrôle. Hsu et al. (2014) ont défendu l'apport de la théorie d'agence dans la compréhension du comportement d'investissement du BA et du VC. Ils ont recommandé une prise en compte conjointe des conflits d'agence et de l'asymétrie d'information. Cependant, le jugement de l'investisseur individuel ne réagit pas en fonction du principe d'agence à la phase d'amorçage des firmes entrepreneuriale (Bonnet et al., 2013). Le BA n'ignore pas pour autant les problèmes d'agence. Il essaie de les minimiser en jugeant de façon plus précise les entrepreneurs au moment de l'instruction. C'est donc la compréhension du jugement qu'il fait qui va éclaircir le mieux la décision d'investissement du BA. Le jugement sur les aptitudes de l'équipe est central parce que l'entrepreneur est l'élément le plus disponible pour la décision du BA. Les projections fournies dans le *business plan* ne sont que des spéculations qui ne se réalisent jamais selon les propos des BA que nous avons rencontrés. Les évaluations métriques ont pour finalité d'approximer la vision et les aptitudes de l'équipe. Carpentier et Suret (2015:p.818), affirmant que les aspects les plus importants sont le produit et la stratégie de marché, défendent leur position à travers les termes « *entrepreneurs must understand their market well and know what strategy they should use to reach it* ». Ces propos mêmes s'ils se réfèrent au marché, pour nous, ne visent pas à évaluer un quelconque paramètre en lien avec ce marché. Il s'agit plutôt de voir si l'entrepreneur a bien fait son travail et si on peut lui faire confiance pour la suite de l'aventure. C'est cette lecture là que nous offrons dans notre travail. D'ailleurs, aucune certitude n'existe quant à l'adaptation de la stratégie définie *ex ante* par l'entrepreneur. Et donc c'est l'entrepreneur qui est au centre du jugement. Cela ne stipule pas

que c'est le facteur le plus important. Il ne peut pas être approximé sans les autres dimensions de sens que nous avons définies. Notre modèle est cohérent avec les conclusions de Cardon et al. (2013), Chen et al. (2009) et Mitteness et al. (2012) selon lesquelles le BA observe la qualité de la présentation ou du *pitch* et il en déduit la passion de l'entrepreneur. La passion était le terme retenu par Hisrich et Jankowicz (1990) dans leur étude pionnière sur l'importance de l'intuition dans la décision des VC. Ils expliquaient ainsi « l'obsession » des VC sur les qualités de l'équipe durant leur processus de décision. Nous allons plus loin pour dire qu'il ne s'agit pas uniquement d'évaluer la passion de l'entrepreneur comme un facteur de décision parmi d'autres. C'est en étant critique durant des interactions que le BA arrive à préciser son jugement.

Nos résultats se dissocient des descriptions fournies par Elsbach et Kramer (2003) et Huang et Pearce (2015) sur le jugement de la créativité d'autrui. Selon les premiers le jugement final est issu d'une comparaison entre d'une part l'intuition de l'évaluateur sur la personnalité de l'évalué et d'autre part le produit d'une analyse formelle issue de paramètres objectifs. Huang et Pearce (2015) rajoutent que l'évaluateur a tendance à réduire subjectivement l'importance de l'analyse formelle lorsqu'elle est en contradiction avec son intuition propre (ancrée dans son expérience). En cas de dissonance, le jugement final ou le *gut feel* de l'évaluateur priorise la perception personnelle sur l'entrepreneur. Nous reconnaissons bien évidemment la présence de ces deux types de composantes cognitives dans la décision de nos BA. Cependant, en définissant le jugement intuitif comme ancré dans un processus d'alignement structurel, nous constatons que les deux composantes sont prises en compte simultanément dans la construction du jugement ou *gut feel*. Ils participent tous à la qualification de l'entrepreneur. Ce qui suppose que dans le cadre de l'identification des opportunités d'investissement, nous pensons que les ressentis tacites sur la personne du créateur (entrepreneur) ne peuvent pas s'opposer au produit métrique objectif. Nous exploitons totalement la versatilité cognitive de l'individu en montrant que c'est en combinant les deux composantes cognitives que le BA arrive à identifier des opportunités d'investissement de façon précise et avec un certain degré de confiance. Il affronte ainsi l'incertitude non mesurable qui caractérise les firmes entrepreneuriales en amorçage. Notre résultat diffère de celui de Huang et Pearce (2015) parce qu'il considère l'intuition comme un processus actif de structuration du raisonnement. Ce que nous pensons être plus adapté à la décision lorsqu'il s'agit d'identifier des objets innovants et uniques (Cornelissen et al., 2011; Navis et Glynn, 2011). Encore une fois, nous précisons que c'est le lien fait entre incertitude et cognition qui nous amène à ce type de conceptualisation. Nous montrons surtout comment

émerge le *gut feel* du BA alors que l'analyse de Huang et Pearce (2015) postule qu'il est issu d'un *matching* avec un schéma stocké en mémoire. Nous opérationnalisons ainsi, d'une meilleure façon, l'intuition d'un décideur en incertitude. En relation avec cette versatilité cognitive, nous faisons la proposition (P7) suivante :

P7 : Sous des conditions d'incertitude, la nécessité d'identification des opportunités d'investissement conduit le BA à utiliser simultanément des calculs métriques objectifs et des facteurs tacites situés dans son processus de jugement intuitif ; la combinaison de ces deux composantes cognitives définit son jugement intuitif.

Certains critiques attireront l'attention sur le fait que notre lecture du jugement des BA ignore les différentes étapes du processus de jugement (Carpentier et Suret, 2015). Nous rappelons à ce sujet que notre focalisation porte sur la phase d'instruction ou d'évaluation approfondie des dossiers. Elle peut prendre des formes différentes selon les réseaux. De plus, nous pensons que mieux comprendre la structuration du raisonnement à la phase d'instruction ne peut qu'aider à augmenter les chances pour qu'un projet donné évolue favorablement dans le processus. Ce que nous faisons émerger ici est le squelette d'un raisonnement qui peut être utile aussi bien à la sélection initiale qu'à l'évaluation plus approfondie des projets.

Un sujet de discussion récurrent autour de la décision des BA est l'opposition entre « entrepreneur » et « marché » comme facteur le plus important dans sa décision. Il y a une différence entre la théorie postulée par le BA et la théorie utilisée en réalité par cet investisseur (Carpentier et Suret, 2015; Levie et Gimmon, 2008). Nous avons retrouvé cette contradiction à la fin de notre phase d'observation. En effet, les propos collectés *in situ* étaient majoritairement reliés au marché et l'entrepreneur venait en deuxième position après classement de nos matériaux. Les entretiens avec les BA instructeurs, au contraire, mettaient l'entrepreneur en premier. La seconde étape de l'analyse (les entretiens phénoménologiques) nous a démontré et conforté dans le fait qu'il n'y pas d'opposition en réalité. Il n'y a pas de facteurs plus importants que d'autres. Les valeurs de l'équipe étant évaluées essentiellement à travers les différentes dimensions qui sont aussi bien liées au marché qu'au produit. Il est donc logique que les notes d'observations mettent en avant le marché plutôt que l'entrepreneur. Durant l'interaction avec les porteurs de projet, le BA veut évaluer la vision et la capacité d'exécution de ce dernier. Il va donc tester ces différentes valeurs en posant des questions relatives au marché et au produit. C'est sa méthode pour évaluer l'acteur. La primauté du marché observée en situation réelle démontre simplement que c'est en rapport

avec ce marché que les valeurs de l'entrepreneur s'opérationnalisent le plus souvent. Il n'y a pas d'opposition marché/entrepreneur et c'est l'adoption d'une perspective psycho-cognitive dans notre modèle qui permet de lever, nous le pensons, cette opposition récurrente dans les discussions de multiples articles scientifiques.

Huang et Pearce (2015) disaient que nous commençons juste à comprendre le comportement décisionnel des BA nonobstant l'incertitude qui caractérise les firmes entrepreneuriales. Nous pensons que notre modèle permet d'avancer dans cette compréhension en apportant une vision holistique de l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. La prise en compte du lien incertitude-cognition dans la conceptualisation permet d'améliorer l'état de la connaissance sur l'identification des opportunités d'investissement par les BA. Ancrer l'analyse de la décision d'investissement dans un cadre plus global de la décision humaine a des implications positives importantes pour la compréhension du phénomène d'investissement dans le capital risque. Nos résultats trouvent leur place dans cette vaste littérature sur la décision d'investissement dans le capital-risque. En retour, le contexte de la décision des BA est un terrain intéressant pour éclairer la prise de décision de façon générale dans un contexte d'incertitude (Bonnet et al., 2013; Huang et Pearce, 2015). Nous abordons les contributions de notre analyse à ce champ de recherche plus tard.

3.4. L'incertitude et la décision entrepreneuriale

La recherche en entrepreneuriat représente le champ disciplinaire le plus proche de celui de la finance entrepreneuriale. Elle place l'incertitude au cœur de son questionnement autour de la décision entrepreneuriale. Nous positionnons nos résultats sur la cognition de l'investisseur dans la vaste littérature en entrepreneuriat. Nous vérifions parallèlement si des explications alternatives plus pertinentes que la nôtre existe dans cette littérature. L'incertitude comme elle est définie en entrepreneuriat, représente l'absence d'information pour prendre une décision parce qu'elle n'est pas encore disponible tout simplement (Busenitz, 1996). Au démarrage de l'activité, l'entrepreneur n'a pas de certitude sur le potentiel de réussite de son affaire, sur l'existence d'un marché pour son produit et sur l'existence d'un potentiel revenu (Sarasvathy, 2001a). Ainsi, l'identification des opportunités entrepreneuriales a été étudiée suivant diverses perspectives. La figure 34 ci-dessous les résume.

Une première logique de raisonnement décrite dans la littérature entrepreneuriale pour affronter l'incertitude est l'effectuation (Dew et al., 2009; Sarasvathy, 2001a). Elle conçoit l'identification des opportunités comme une activité non planifiée où l'entrepreneur identifie

les idées nouvelles grâce aux contingences environnementales (Read et al., 2009). Cette identification est rendue possible par le fait qu'il possède initialement trois catégories de ressources qui sont : les caractéristiques propres du décideur, ses savoirs et son réseau (Fisher, 2012; Read et Sarasvathy, 2005). L'entrepreneur est supposé contrôler l'incertitude en redéfinissant continuellement son environnement grâce aux partenariats avec d'autres acteurs (Maine et al., 2015).

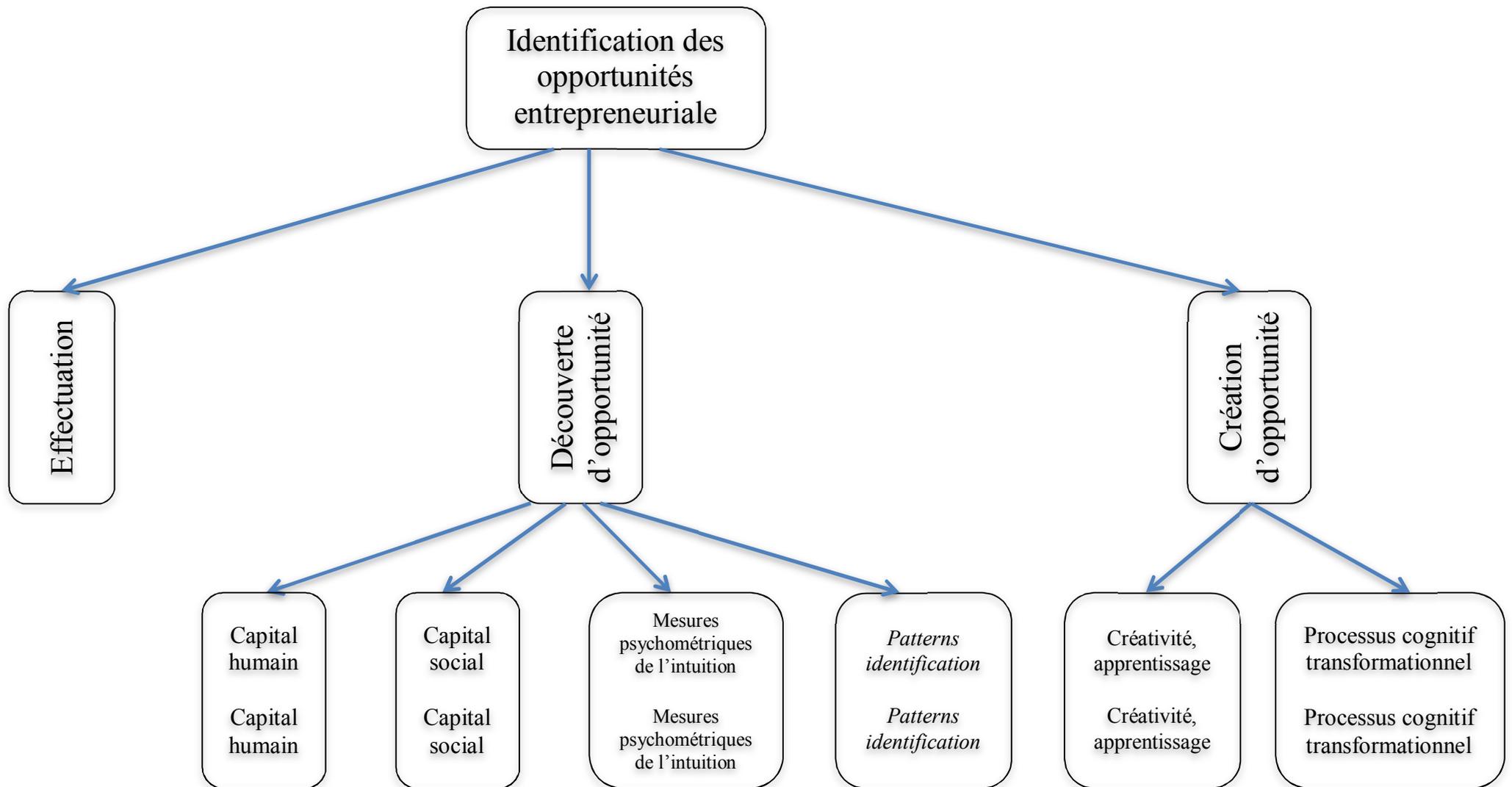


Figure 33: Récapitulatif des principaux axes de recherche sur l'identification des opportunités entrepreneuriales (source auteur)

Ce faisant, il se pose une seule contrainte : éviter les pertes (Chandler et al., 2011; Dew et al., 2009; Perry et al., 2012; Sarasvathy, 2001b). L'effectuation est plus une logique d'action stratégique qu'une logique de décision *stricto sensu* (Read et al., 2009).

Ensuite, la littérature va se subdiviser en deux courants avec d'une part ceux qui considèrent une opportunité d'investissement comme découverte et d'autre part ceux qui la considèrent comme créée (Alvarez et Barney, 2007; McMullen et Shepherd, 2006; Shane et Venkataraman, 2000; Yu, 2001).

Selon la perspective de la découverte des opportunités, ces dernières existent objectivement dans l'environnement grâce à des chocs externes (Alvarez et Barney, 2007). Ceux qui peuvent les identifier sont ces acteurs qui possèdent des avantages spécifiques. Ainsi, le capital humain va être étudié comme l'un des facteurs explicatifs des différences entre les entrepreneurs et les non-entrepreneurs (Reuber et Fischer, 1999; Shane, 2000; Ucbasaran et al., 2009, 2008; Unger et al., 2011). La capacité à identifier les opportunités entrepreneuriales va ainsi s'expliquer par les connaissances antérieures d'un acteur et sa méthode de recherche l'information (Fiet et al., 2005; Shane, 2000). Un autre programme de recherche va se focaliser sur l'encastrement social des individus pour expliquer l'aptitude à découvrir les opportunités (Ardichvili et al., 2003; Arenius et Clercq, 2005; Arenius et Minniti, 2005; Kwon et Arenius, 2010; Minniti, 2004). Dans ce cadre, la connectivité entre un entrepreneur et son environnement explique la propension de certains acteurs à percevoir les opportunités d'affaires. Cet encastrement social permet à l'entrepreneur de réduire l'asymétrie d'informations et d'accéder à des ressources indispensables (Chadaud et Ngijol, 2010). Les variables comme l'histoire sociale et la localisation géographique d'un individu peuvent expliquer son accès à l'information critique pour identifier les opportunités entrepreneuriales existant objectivement (Arenius et Clercq, 2005). Chadaud et Ngijol (2010) rappellent cependant que la perspective de l'encastrement social étudie substantiellement l'exploitation de l'opportunité au détriment de sa formation. En maintenant le postulat d'une opportunité entrepreneuriale découverte dans l'environnement, certaines recherches vont mobiliser la théorie de la reconnaissance des schémas (Baron, 2006; Baron et Ensley, 2006; Chea, 2008; Costa et al., 2013; Gruber et al., 2015; Hill et Levenhagen, 1995; Scheiner, 2014). Ce champ de recherche considère que les individus, à travers leurs expériences et leurs histoires, possèdent des représentations mentales de ce qui constitue une opportunité entrepreneuriale. Ces représentations sont plus ou moins complexes (prototypes ou exemples mentaux) et permettent de relier des informations disponibles dans l'environnement pour identifier une opportunité (Baron et Ensley, 2006). Les études sous cette tradition vont donc interroger les

représentations mentales et expliquer les différences interindividuelles par la composition de leurs schémas mentaux (Gruber et al., 2015). Une dernière tradition sous la perspective des opportunités découvertes décrit les aptitudes intuitives des entrepreneurs. Pour celle-ci, l'intuition est un style cognitif qui permet à l'entrepreneur de simplifier les tâches cognitives afin de décider rapidement en situations complexes (Allinson et al., 2000; Armstrong et Hird, 2009; Blume et Covin, 2011). Ces auteurs vont mesurer, grâce à des échelles de mesure psychométriques, le style cognitif des individus et expliquer leurs aptitudes à découvrir les opportunités.

En posant le postulat d'une opportunité entrepreneuriale existante dans l'environnement, ces différents programmes de recherche ont décrit chez l'entrepreneur le « pourquoi » il voit des opportunités là où d'autres sont ignorants. Les explications insuffisantes et parfois contradictoires vont faire émerger la nécessité de considérer la dimension créative dans le « talent entrepreneurial ». Ainsi, la perspective de l'opportunité créée va regrouper des chercheurs qui vont essayer de décrire l'ingéniosité *in situ* de certains individus par rapport à d'autres pour identifier des opportunités entrepreneuriales (Alvarez et Barney, 2007). Elle défend l'argument d'une aptitude interprétative incluse dans le mode de raisonnement de l'entrepreneur (Chabaud et Ngijol, 2006). L'idée selon laquelle « *experience is not what happen to you. It is what you do with what happen to you* » (Krueger, 2007: p.129) y est centrale. Un premier programme de recherche sous cette perspective est l'apprentissage cognitif entrepreneurial (Lumpkin et Lichtenstein, 2005). Elle suppose que l'entrepreneur crée parce qu'il est capable d'apprendre à travers les trois logiques qui sont : l'apprentissage comportemental, l'apprentissage cognitif et l'apprentissage d'action (Aponte et Zapata, 2013; Brockmann, 2011; Corbett, 2005; Crossan et al., 1999; Dimov, 2007; Dutta et Crossan, 2005; Lumpkin et Lichtenstein, 2005). La logique de l'apprentissage a été initialement développée pour expliquer la capacité des organisations à créer pour s'adapter à leur environnement. Elle définit comment ces dernières vont transformer leurs expériences en connaissances pertinentes. Elle a servi à étudier l'orientation entrepreneuriale organisationnelle. Appliquée à l'échelle individuelle, elle va montrer que c'est la faculté à apprendre et à interagir avec son environnement informationnel, et non le seul stock d'informations détenues, qui explique la capacité entrepreneuriale (Dimov, 2007). Elle va redonner de l'importance à l'intuition entrepreneuriale chez l'individu en la considérant comme le flair en rapport avec une nouvelle opportunité d'affaire susceptible de répondre à un besoin existant ou émergent sur le marché (Dutta et Crossan, 2005). Le modèle d'apprentissage des 4I de Crossan et al. (1999) appliqué à l'entrepreneuriat a permis de comprendre la manière dont cette intuition initiale va évoluer

pour devenir une idée d'affaire portée par une équipe entrepreneuriale. A travers un processus d'interprétation, l'individu va améliorer la cohérence de son intuition initiale grâce au langage, à un vocabulaire spécifique et à l'interaction avec d'autres parties prenantes (Dutta et Crossan, 2005). C'est à travers des conversations consécutives avec les différents membres de son réseau entrepreneurial que l'individu améliore sa propre interprétation de l'idée d'affaire qu'il a flairée. Une phase dite d'intégration du modèle de 4I permet de créer une représentation partagée grâce à la confrontation des processus individuels. Ainsi la perspective de l'apprentissage cognitif reconnaît le rôle de l'intuition individuelle, des interactions sociales et du langage pour faciliter l'identification des opportunités entrepreneuriales.

Les approches de processus transformationnel vont aussi défendre le postulat d'une opportunité créée. Elles vont décrire le processus de traitement subjectif de l'information pour créer une opportunité entrepreneuriale (Ward, 2004). C'est une perspective très pertinente mais majoritairement conceptuelle dans son développement. Elle conçoit l'ingéniosité entrepreneuriale comme sa capacité à utiliser des heuristiques en situation qui permettent d'interpréter et de construire (*enactment*) la réalité (Cornelissen et al., 2012; Grégoire et al., 2010; Smith et al., 2009; Vaghely et Julien, 2010). Les heuristiques sont définies comme des combinaisons conceptuelles qui visent à faire émerger une nouvelle façon de faire et donc à être créatif (Ward, 2004). Elles permettent de transformer les informations en connaissances porteuses de sens (des construits) (Smith et al., 2009). Pour Grégoire et al. (2010), l'interprétation qui conduit aux opportunités entrepreneuriales consiste à faire des alignements structurels, c'est-à-dire à projeter des connaissances issues d'un domaine source vers une situation cible afin de produire de nouvelles situations. Baldacchino (2013) montre que cette créativité s'explique par une versatilité cognitive mobilisant à la fois des constituants intuitifs et rationnels.

La littérature entrepreneuriale sur l'identification des opportunités entrepreneuriales apparaît très fragmentée (Chiasson et Saunders, 2005; Dew et al., 2015; George et al., 2014). Ci-dessus présentée, elle montre un champ en recherche continue de l'aptitude qui singularise l'entrepreneur contemporain. La distinction entre « découverte d'opportunité » et « création d'opportunité » est qualifiée de superficielle aujourd'hui (Germain et Localley, 2010). La logique transformationnelle est pourvue de potentiel mais les défis méthodologiques sont énormes. Elle demande à aller observer en situation le processus de transformation des informations stockées en mémoire et des indicateurs environnementaux en connaissances nouvelles. Les analyses empiriques ont plutôt été faites par expérimentation (Baldacchino,

2013; Grégoire et al., 2010). Vaghely et Julien (2010) procèdent par des entretiens de terrain. Les deux perspectives de l'opportunité construite partagent un point commun : l'importance du langage et des interactions sociales pour faciliter l'interprétation. Au-delà des bases de connaissances des individus, l'utilisation effective de cette connaissance permet d'expliquer les aptitudes de l'entrepreneur par rapport aux autres acteurs. Pour observer comment nos investisseurs raisonnent, nous avons couplé des observations en situation réelle à des entretiens terrain. Nous montrons empiriquement la structuration de la réflexion à l'échelle individuelle en incertitude. L'analyse du comportement du BA démontre la dualité découverte/création qui caractérise l'identification des opportunités (Stritar et Drnovšek, 2015; Valliere, 2013). Même s'il ne s'agit pas du même type d'opportunité, nous observons comment un individu découvre en créant subjectivement des connaissances qui orientent son interprétation des situations. Cette mise en évidence n'est pas possible en adoptant l'effectuation comme logique d'action. Nos résultats démontrent que la réconciliation entre la perspective de l'opportunité créée et celle de l'opportunité découverte est nécessaire pour mieux comprendre l'identification des opportunités en incertitude.

Les BA, que nous avons étudiés, ne souhaitent pas se substituer à l'entrepreneur dans la mise en œuvre du projet entrepreneurial. Ils doivent se positionner à un moment donné pour permettre au porteur de l'idée d'exploiter l'opportunité entrepreneuriale. Le BA fait partie des sources de ressources dont l'entrepreneur dispose pour exploiter son opportunité, créer de nouveaux produits et ou des nouveaux marchés. L'effectuation peut, comme le font Dew et al. (2008), aider à décrire certains aspects du comportement d'investissement du BA de façon globale. Elle a un potentiel explicatif similaire à ce qu'apportent les stratégies de financement par étape, le co-investissement et la syndication au phénomène de l'investissement du BA (Denis, 2004; Lerner, 1994). En ce sens, elle peut être complémentaire à notre modèle d'identification des opportunités d'investissement en amorçage. Pour comprendre la transformation en situation de l'information afin de créer, la logique de l'alignement structurel que nous avons utilisée est plus pertinente.

Les études décrivant les caractéristiques de l'entrepreneur par rapport au commun des mortels gardent toute leur utilité. Nous n'avons pas spécifiquement focalisé notre attention sur ces paramètres dans notre étude. Cependant nous pensions qu'il est plus pertinent de chercher à comprendre d'abord le processus psycho-cognitif inhérent à l'identification des opportunités afin de pouvoir étudier de façon pertinente, les antécédents de cette aptitude. Ce que le décideur fait de son expérience en situation (Krueger, 2007) peut mieux éclairer ce qui a été important dans cette expérience et si possible le différencier des autres. L'approche par les

caractéristiques est complémentaire à notre analyse et ne peut être retenue comme une alternative à notre modèle d'analyse.

Le schéma ou la représentation mentale regroupent des attributs et des liens entre eux (Baron et Ensley, 2006; Valliere, 2013). Nous pensons que c'est en cernant le processus transformationnel en situation qu'une meilleure description pourra être faite de comment la cognition de l'entrepreneur identifie des opportunités là où d'autres sont ignorants. Le modèle des prototypes et des exemples mentaux a certes beaucoup de potentiel explicatif mais il est primordial de savoir le sens que les individus accordent aux faits en situation avant d'offrir une représentation pertinente des opportunités aux décideurs. C'est ainsi que l'on pourra mieux modéliser la créativité entrepreneuriale. Notre description est plus cohérente avec une définition de l'opportunité entrepreneuriale comme émergente et qui met l'accent sur l'engagement direct et pratique des agents avec le monde qui les entoure (Germain, 2010). La recherche peut capturer cette créativité et cet engagement dans l'environnement par le truchement d'un style de raisonnement et les produits discursifs situés des acteurs. Le cadre théorique du *pattern recognition* tel qu'il est utilisé en entrepreneuriat ne constitue pas une alternative sérieuse au modèle explicatif que nous fournissons dans cette thèse. Il peut aussi être très complémentaire à notre modèle.

La mise en perspective de notre modèle avec la littérature sur la décision entrepreneuriale montre la pertinence de l'alignement structurel pour comprendre la genèse de l'idée d'affaire. La littérature entrepreneuriale a évoqué d'une part l'intuition entrepreneuriale (Dimov, 2007; Dutta et Crossan, 2005) et d'autre part le processus transformationnel situé des informations (Cornelissen et al., 2012; Ward, 2004). Elle n'a pas spécifiquement fait le lien entre les deux malgré le potentiel explication que peut créer un tel rapprochement. Une explication possible est liée au fait que l'intuition a été trop perçue comme un flair ou un ressenti ou une composante émotionnelle de décision et non comme un processus. En décrivant le processus intuitif comme une démarche de raisonnement conformément à la théorie bi-systémique, nous avons réconcilié ces deux positions dans notre argumentaire. Même si l'échelle de temps est réduite dans le cadre de la décision d'investissement (deux mois d'évaluation par projet), notre analyse peut mieux aider à définir le rôle de la subjectivité dans le processus entrepreneurial et dans le paradigme de l'opportunité (Chabaud et Messeghem, 2010). Nous évoquons dans le point suivant notre apport à la théorie de la décision managériale de façon générale.

3.5. Le processus de jugement intuitif dans la littérature managériale

L'intérêt pour l'intuition en science de gestion a démarré avec Barnard (1938) qui va l'utiliser pour distinguer entre processus logique et non logique (Akinci et Sadler-Smith, 2012). Mintzberg (1976) la mobilise pour expliquer la capacité à décider de plusieurs managers observés dans des conditions de pression temporelle, d'incomplétude de l'information et de dynamisme extrême de l'environnement. Agor (1986) mesure empiriquement la tendance réelle des managers à utiliser l'intuition dans leur prise de décision. De nombreux travaux descriptifs suivront et vont permettre de la démystifier (Burke et Miller, 1999; Hayashi, 2001; Khatri et Ng, 2000; Salas et al., 2010).

Aujourd'hui, l'intuition est de plus en plus considérée comme une démarche effective de décision pour comprendre la capacité de certains acteurs dans des situations complexes et incertaines (Sadler-Smith et Shefy, 2004; Sinclair et Ashkanasy, 2005). La théorie bi-systémique en psychologie cognitive a permis d'avancer substantiellement dans la conceptualisation en définissant l'acteur comme doté de deux facultés de décision qui sont l'intuition et l'analytique (Epstein et al., 1996; Hodgkinson et al., 2008). L'intuition représente la faculté d'un expert à prendre des décisions efficaces et rapides suivant un processus d'association holistique (Dane et Pratt, 2007). Elle permet au décideur de s'affranchir de la logique analytique calculatoire comparant les différentes options existantes dans une situation avant de faire un choix (Allinson et Hayes, 1996; Epstein et al., 1996). L'intuition permet à l'expert en situation d'orienter son action grâce à son expérience tout en lui évitant des calculs cartésiens consommateurs de temps et d'énergie cognitive. L'intuition correspond à des expériences automatisées qui vont permettre aux acteurs de décider en cas d'informations incomplètes (Canet et al., 2012; Sayegh et al., 2004). Les théoriciens de la décision en situation naturelle popularisent le mécanisme de la reconnaissance des schémas comme sous-jacent à l'intuition experte (Klein, 1993; Lebraty et Lebraty, 2010; Simon, 1987). L'intuition est décrite comme une logique associative et de correspondance (Betsch et Glockner, 2010). Des préconisations vont être faites afin de favoriser le recours à l'intuition dans les organisations (Hodgkinson, Sadler-Smith, Burke, et al. 2009; Sadler-Smith et Shefy 2004). Les managers seraient dotés d'une mine de connaissances enfouies dans leur subconscient et qu'ils peuvent utiliser efficacement grâce à l'intuition.

D'autres travaux vont considérer l'intuition sous sa forme créative au-delà de la théorie bi-systémique. En effet, l'intuition experte ancre la décision dans des faits connus contraignant la capacité créative des individus. Ainsi, une approche alternative s'est

développée pour définir l'intuition comme un processus de reconfiguration ou de reconstruction situationnelle du sens (Betsch et Glockner, 2010). Il s'agit des intuitions dites accumulative et constructive qui conduisent à une intégration simultanée d'informations ravivées de la mémoire et d'indices perçus en situation (Glöckner et Witteman, 2010; Hogarth, 2010). La forme accumulative fait plus référence à un recouplement actif d'informations de sources diverses alors que la forme constructive réactive des informations anciennes déjà reliées pour être utilisées d'une nouvelle façon. Plus que de percevoir à travers des cadres finis élaborés par expériences et stockés dans la mémoire, l'acteur va faire émerger une nouvelle interprétation des faits qui orientent son action (Betsch et Glockner, 2010; Dane et Pratt, 2009). Ces deux nouvelles formes d'intuition permettent de découvrir un inconnu et leur force réside dans la faculté à réinterpréter les faits en situation naturelle. La pensée est dite divergente. La création du sens ou la capacité à interpréter des situations nouvelles afin de faire des inférences vers le futur va être reconnue comme un des mécanismes sous-jacents à la décision intuitive (Salas et al., 2010). Le lien se fait aisément avec les processus transformationnels expliquant la créativité selon Ward (2004). L'intuition créative souffre de la notoriété de son *alter ego* l'intuition experte qui, elle, s'est largement développée avec les auteurs du courant de la décision en situation naturelle.

Les nombreuses définitions de l'intuition n'ont pas clairement dissocié entre l'intuition experte et l'intuition créative alors qu'il s'agit d'un point essentiel selon nous. Le terrain des BA nous amène à insister sur cette dissociation afin d'améliorer la conceptualisation autour du jugement intuitif. Nous avons observé et interrogé les BA dans le cadre de leurs investissements en lien avec des projets entrepreneuriaux susceptibles de remettre en cause le marché actuel. Leur capacité à identifier des opportunités d'investissement dans ce cadre implique un processus de pensée divergent et créatif. Nous avons ainsi observé que l'instruction des dossiers suit un mécanisme de transformation située d'informations diverses afin de les reconfigurer et de faire des inférences vers le futur. Il s'agit de créer du sens de façon prospective. En procédant ainsi, nous pouvons affirmer que les BA évoluent selon une logique d'intuition créative. Nous offrons ainsi, à notre connaissance, la première étude empirique en situation réelle qui décrit l'opérationnalisation de cette forme d'intuition en finance entrepreneuriale. En analysant dans un premier temps le produit discursif *in situ* avant de la confronter à des entretiens phénoménologiques, nous prenons des précautions pour analyser de façon pertinente les combinaisons conceptuelles susceptibles de faire émerger des perceptions nouvelles (Ward, 2004). Les décisions d'investissement des BA sont indissociables de leurs expériences. Cependant la forme du

raisonnement que nous avons décrit leur permet de préserver la créativité dans l'évaluation des projets entrepreneuriaux en amorçage. La définition de l'intuition comme un processus holistique (Burke et Miller, 1999; Hodgkinson et Clarke, 2007; Sadler-Smith et Shefy, 2004) a besoin d'être plus précisé à notre avis. La dimension créative n'est pas suffisamment mise en évidence, la perception holistique faisant plus référence à une reconnaissance de schéma global grâce à des cadres référents existants chez le décideur. Il faut préciser que le fruit de ce raisonnement créatif n'est pas une certitude mais simplement un état futur plausible. Nous proposons la définition (P8) suivante :

P8 : L'intuition créative est un processus cognitif par lequel l'acteur transforme subjectivement, indépendamment de tout processus rationnel préétabli, les informations en situation pour créer du sens et inférer un état futur plausible. Il évolue dans son raisonnement selon un processus d'alignement structurel.

Le caractère plausible que nous évoquons est un autre point sensible de discussion autour de l'intuition. En effet, des travaux initiaux ont attribué de façon systématique des biais à l'utilisation de l'intuition (Tversky et Kahneman, 1974; Kahneman, 2003; Slovic, 1972; Trevis Certo et al., 2008). Parallèlement, l'intuition a été largement définie comme une approche de décision fiable dans des situations complexes et incertaines où aucun modèle rationnel n'est applicable (Hodgkinson et al., 2008; Miller et Ireland, 2005; Sinclair et Ashkanasy, 2005). Dans ce type de contexte, l'inadaptabilité des modèles rationnels est déjà source d'erreurs potentielles. L'erreur est l'indicateur d'une possibilité d'amélioration de la performance décisionnelle (Lipshitz et al., 2001). Ainsi, la mise en œuvre d'un jugement intuitif dans des contextes complexes et ambigus est une manière de réduire l'erreur initiale. Cerner la prise de décision intuitive en situation réelle conduit donc à observer les mécanismes permettant aux acteurs de réduire cette erreur initiale (Canet et al., 2012). Le retour à l'intuition ne garantit pas non plus une efficacité totale. C'est pour cela que nous parlons d'inférence d'état futur plausible par les BA. Notre propos est en faveur d'un questionnement de la définition d'une décision efficace (Weick et Roberts, 1993). Le fait de continuer par mesurer la performance organisationnelle en des termes économiques et financiers sous estime le potentiel de la pensée intuitive des managers. Les études futures devraient tenter d'intégrer cette dimension de réduction de la marge d'erreurs qu'induit l'intuition. nous proposons de considérer l'intuition comme ce mode de décision permettant de limiter la marge d'erreur dans des contextes dépourvus de modèle de décision normatif.

La transformation situationnelle des faits observés chez les BA contient des mécanismes mis en œuvre par l'acteur pour réduire l'erreur. Nous avons identifié deux types de mécanisme dans le cas de l'identification des opportunités d'investissement en amorçage : la prise en compte du collectif au sein du réseau et l'utilisation simultanée des *inputs* rationnels et tacites dans le processus de décision.

Nos analyses empiriques ont mis en évidence un effet collectif interne au club de BA sur la perception individuelle des investisseurs. Le fait simplement d'avoir un membre du réseau positionné pour l'instruction d'un dossier réduit la perception du risque chez les autres membres du club. L'avis des autres membres du club est aussi apparu important d'une part pour les évaluateurs/instructeurs de dossier et d'autre part pour les investisseurs suiveurs. Les premiers ont besoin de l'acquiescement de leur point de vue par leurs collègues afin que l'investissement se fasse. Les seconds, en retrait sur le dossier et en fonction de leurs expériences avec les autres membres du réseau, vont pondérer différemment l'avis consultatif des instructeurs dans leur décision personnelle. Il s'installe ainsi au sein du réseau une sorte d'ajustement cognitif interne qui aide les uns et les autres à identifier les opportunités d'investissement. Les BA communiquent leur intuition sur les projets dans cet environnement informel où l'expérience au sein du réseau des uns et des autres sert à ajuster les perceptions. Les instructeurs, s'ils sont convaincus, vont échanger avec leurs collègues du réseau pour les convaincre de participer à l'aventure. Ils vont aller les solliciter aussi bien en réunions formelles qu'au cours de discussions sporadiques. Ils vont s'engager aussi bien financièrement qu'opérationnellement au projet pour signaler la pertinence de leurs analyses. Salas et al. (2010) ont émis le souhait de voir des études sur la façon dont se communique l'intuition à l'échelle d'un groupe. Ils ont décrit des mécanismes adaptés à des groupes de travail constitués dans des organisations existantes : esprit d'équipe fort, l'existence d'un vrai *leader* de groupe, des séances de *debriefings* permanentes, les dispositions pour apprendre et s'adapter etc. Cornelissen et al. (2012), Mintzberg (1976) et Weick (1993) décrivent la plus-value du média verbal dans la fiabilité de l'intuition. Weick et Roberts (1993) rajoutent l'intention chez les acteurs. Nos réseaux de BA sont des clubs informels (sans contraintes hiérarchiques) où les rencontres ne sont pas obligatoires. Ils développent aussi en leur sein des mécanismes pour communiquer et faire naître une intuition à l'échelle du groupe. Cette intuition collective permet de réduire substantiellement la marge d'erreur dans une tâche comme celle de l'identification des opportunités d'investissement en amorçage. Notre propos est donc cohérent avec la littérature qui décrit l'importance de l'aspect collectif dans la pensée et l'action en situation complexe et incertaine (Sonenshein, 2007; Weick, 1993; Weick et al.,

2005). Notre cas d'étude démontre que la création de sens à travers l'intuition intègre à la fois : la cognition individuelle (expériences des BA), la dimension sociale (influence du collectif au sein du réseau d'investisseurs) et la dimension discursive (la primauté du média verbal pour la construction du sens) (Brown et al., 2014). Ceci a été possible parce que nous avons ancré la création intuitive du sens dans un processus de réflexion actif contextualisé qui doit permettre de comprendre des situations uniques. Ainsi, la supposition (P9) suivante peut être faite :

P9 : Dans un contexte comme celui de l'investissement en amorçage où l'information immédiate pour évaluer de façon cartésienne une situation n'est pas disponible, ce sont les discussions informelles entre acteurs, l'histoire des relations entre les membres, l'expérience interne au réseau des acteurs et l'engagement personnel des acteurs qui facilitent le partage du sens et l'émergence d'une intuition fiable chez chaque acteur.

L'utilisation simultanée des *inputs* rationnels et tacites dans le processus de décision est un second mécanisme de limitation des erreurs. Ici, il s'agit d'utiliser conjointement des opérations intuitives et cartésiennes pour améliorer l'efficacité de son jugement final. L'interaction entre l'intuition et l'analytique est défendue dans la littérature. Pour Mintzberg (1976) et Sinclair et Ashkanasy (2005), à l'échelle de l'organisation, les managers doivent combiner les facultés des deux hémisphères du cerveau. L'intuition est souvent décrite comme précédant une analyse vérificatrice cartésienne (Isaack, 1978). Hodgkinson et Clarke (2007) conceptualisent l'interaction entre les deux modes de raisonnement et font une typologie d'acteurs. Les BA que nous avons observés font preuve d'une versatilité cognitive permanente. Ils utilisent à la fois des données analytiques (analyses métriques) et des indicateurs tacites pour former leur perception des valeurs de l'équipe. L'impression qu'ils ont en interagissant avec les porteurs de projet (indicateurs tacites) est utilisée conjointement avec la rigueur perçue dans les calculs de projections financières et d'analyse de coûts que font les entrepreneurs. Les labellisations extérieures non institutionnelles sont ajoutées au réalisme des métriques décrivant le marché qu'exposent les porteurs de projet. Ainsi, les indicateurs métriques et variables intuitives concourent conjointement au jugement sur la vision et les capacités d'exécution de l'équipe. Les deux types de composantes sont utilisés pour former un jugement intuitif final qui oriente l'investissement. Dans ce processus, la cognition se focalise sur l'élément le plus accessible de l'objet à évaluer (les valeurs de l'équipe dans le cas des BA). Le décideur juge ce seul élément à travers différents aspects

intuitifs et analytiques. Il lui suffit d'avoir un esprit critique pour voir les éléments qui sont cohérents ou contradictoires afin d'approfondir son questionnement. L'évaluateur va s'inspirer du déroulement des interactions avec l'équipe. Il fait ses inférences finales sur l'objet tout entier en fonction de son appréciation de l'élément choisi. Notre analyse empirique a caractérisé comment les différents indicateurs à la décision se combinent au sein d'un processus de jugement. Il n'existe pas de logique combinatoire préétablie. Tout advient en situation réelle. Ainsi, des analyses ultérieures pourront vérifier la proposition (P10) suivante :

P10 : Dans un contexte de décision incertaine, le jugement intuitif créatif final du décideur est la résultante d'une combinaison entre des analyses métriques analytiques et des variables tacites intuitives.

Un dernier point de discussion est la caractéristique de rapidité de l'intuition. En effet, c'est cette caractéristique combinée à l'efficacité qui explique l'attention scientifique portée à l'intuition (Dane et Pratt, 2007). L'intuition conduit à avoir une vue globale d'une réalité et à regrouper simultanément l'ensemble des pièces clés d'un puzzle pour interpréter la réalité (Sinclair et Ashkanasy, 2005). Ce qui explique sa rapidité. Le processus intuitif court-circuite les étapes successives du raisonnement et permet de connaître instantanément la meilleure solution en quelques secondes (Khatri et Ng 2000 ; Hensman et Sadler-Smith 2011; Burke et Miller, 1999). Il conduit à se baser sur un nombre réduit d'indices même si des informations complémentaires sont disponibles à coûts nuls (Isenberg, 1986). Il est donc bien adapté aux envies de survie du cerveau humain (Grandval et Soparnot, 2007; Sayegh et al., 2004). La rapidité est au cœur de la définition de l'intuition. Cependant cette caractéristique perd de son importance dans notre raisonnement. Le jugement intuitif définitif des BA est un ensemble de sous-processus intuitifs (qui sont rapides) et de sous-processus rationnels. En fonction de sa durée, le décideur expérimente divers ressentis qui viennent s'agréger pour définir le sens tout en gardant son caractère non-conscient. Alors qu'avec les autres catégories d'intuition la solution au problème émerge instantanément, l'intuition créative a besoin d'un certain temps d'incubation non consciente (Dane et Pratt, 2009). L'investisseur instructeur a besoin d'interagir avec les porteurs de projet pendant une certaine période. Il va les rencontrer à plusieurs reprises et évaluer leurs comportements durant la période. Le média verbal et les indicateurs soft influencent substantiellement sa décision. Le jugement intuitif créatif ne se caractérise plus essentiellement par la rapidité. Ce qui permet de mieux le distinguer des

autres types de processus non rationnels qui sont connus comme l'intuition experte et le *guessing* (Dane et Pratt, 2007). L'incubation non-consciente la distingue par ailleurs de l'*insight* où l'incubation permet plutôt de découvrir une relation logique entre un problème et une solution (Dane et Pratt, 2009). L'intuition créative crée un *feeling* final mais ne peut être extériorisée de façon rationnelle. La non conscience décrite par Dahaene (2009) comme l'absence de contrôle dans la sélection des *inputs* au processus d'analyse contrairement à une méthode de calcul prédéfini est plus adaptée à l'intuition créative. Les BA profitent de leurs interactions avec les entrepreneurs pour approximer progressivement l'intuition sur les valeurs de l'équipe. Nous répondons à Dane et Pratt (2009) qui ont appelé à une meilleure caractérisation de la période d'incubation qui singularise l'intuition créative. Les études futures de l'intuition créative devront mieux intégrer ce paramètre temps dans leur opérationnalisation. Ainsi, le caractère rapide de l'intuition doit être questionné dans la conceptualisation du processus :

P11 : Dans un contexte de décision complexe, le processus de jugement créatif se construit sur une période de temps où des opérations non programmées participent à la perception intuitive finale des individus ; le décideur ne contrôle pas la sélection des inputs à son processus de décision.

L'observation et l'interview phénoménologique avec les BA permettent d'avancer la conceptualisation autour de l'intuition. Elle nous permet d'appeler à une distinction entre intuition experte et intuition créative. Cette dissociation ne remet pas en cause la plupart des aspects spécifiant l'intuition. Cette dernière reste fortement ancrée dans l'expérience avec la seule différence qu'en fonction de la nature de l'intuition, l'expérience ne participe pas de la même façon au processus de décision. Les deux formes d'intuition maintiennent leur composante affective parce que le jugement produit est toujours accompagné d'un sentiment de certitude de la part de son auteur. L'acteur sait qu'il a pu agir grâce à ce mode de décision spécifique qu'il a pu déployer. Le processus reste holistique avec les deux intuitions qui utilisent substantiellement des faits factuels. C'est aussi cette nature de la perception intuitive qui l'éloigne du processus de décision rationnelle et analytique. Ainsi, le cœur de l'intuition définie dans la théorie de la décision ne change pas. Nous appelons seulement à quelques ajustements au niveau des définitions afin de mieux mettre en évidence le potentiel décisionnel d'un tel outil de connaissance, d'interprétation et d'action.

Il existe des contextes de choix où tout simplement il n'est pas possible de quantifier, où il n'est pas possible de faire des analyses approfondies et où il n'est pas opportun de repousser indéfiniment la décision (Sayegh et al., 2004). Dans ces cas, le processus de décision intuitive devient plus pertinent comme mode de raisonnement. Les contributions pionnières de Mintzberg (1976), Simon (1987; 1955) et Tversky et Kahneman (1974) ont été et continuent d'être essentielles dans la compréhension de la décision dans les organisations en suscitant la curiosité sur le pouvoir du jugement. Deux limites essentielles sont néanmoins attachées à la littérature actuelle sur le jugement : l'excessive focalisation sur l'*output* au détriment du processus de la décision et le peu d'étude en situation réelle (Basel et Brühl, 2013). Nous avons besoin de connaissances supplémentaires sur la manière dont les individus arrivent à faire des décisions effectives et efficaces dans des contextes d'incertitude, de pression temporelle et de forte turbulence. L'acteur doit être plus étudié en situation naturelle. Notre étude est l'une des rares à avoir voulu décrire en situation le déroulement du processus de jugement intuitif. Elle permet d'éclairer un peu plus la faculté décisionnelle de l'individu. Notre cas d'étude permet de faire une contribution intéressante à la littérature sur le *sensemaking* en pleine évolution (Brown et al., 2014; Sandberg et Tsoukas, 2015). Elle nous permet de relier l'intuition créative au *sensemaking* prospectif très peu étudié dans la littérature. La création du sens prospectif n'est pas un dérivé de la création du sens rétrospectif dont l'étude est foisonnante dans la littérature. Elle implique un processus cognitif de toute autre nature où l'acteur fait émerger de nouvelles significations à travers une reconfiguration active dans indicateurs situationnels. Cette nouvelle compréhension qui émerge lui permet de faire des inférences vers le futur. Nous avons observé ce type de fonctionnement dans notre cas. Notre terrain d'étude est particulièrement intéressant parce qu'il nous donne l'opportunité de cerner la création du sens dans le cadre d'activité quotidienne des acteurs. L'évaluation et l'investissement des firmes entrepreneuriales ne sont pas des situations urgentes ou de crise pour le BA (comme celles souvent étudiées par les théoriciens du *sensemaking* et de la décision en situation naturelle). Cet investisseur choisit délibérément cette activité à travers laquelle il est confronté à des idées innovantes. La nouveauté n'est donc pas son processus de décision mais l'objet à juger. Les études futures peuvent donc s'inspirer de la nôtre afin d'approfondir la connaissance sur la production du sens prospectif dans des situations d'activité normale, encore très peu étudiées (Brown et al., 2014).

Notre analyse fait aussi écho aux propositions de Lebraty et Lebraty (2010) qui reprennent la notion de multi-dimensionnalité de la rationalité de J.G. March (1991). Ils

redéfinissent la rationalité comme « une logique de fonctionnement mental d'un décideur à partir d'une méthodologie enracinée dans le réel » (p.7). Ainsi, la rationalité en situation intègre quatre composantes que nous pouvons retrouver dans le cadre de notre travail.

- La rationalité contextuelle : elle regroupe l'ensemble des éléments de l'environnement perçus par le décideur et qui le contraignent en retour. Dans le cadre de l'investissement dans la firme entrepreneuriale, il n'existe pas de contrainte organisationnelle excessive. Les clubs de BA ne sont pas des institutions bureaucratiques hiérarchisées. Il existe un mode de fonctionnement interne qui conditionne la perception des opportunités d'investissement. Chaque projet doit suivre les différentes étapes du processus d'investissement et cette évolution est perçue par les BA comme un indice de qualité entrepreneuriale. De plus, la qualité des relations interindividuelles au sein du réseau influence les perceptions des BA. L'historique d'investissement en interne de chaque BA permet de pondérer les avis que peut fournir chacun d'eux. Ces avis influencent en retour la perception et la décision d'allocation individuelle de capitaux. L'investissement dans un projet au sein du réseau étant la somme de l'ensemble des participations individuelles, la vie sociale devient importante dans la décision d'investissement en *early stage*. Ainsi, le processus d'investissement et la vie sociale au sein du réseau sont susceptibles d'influencer la perception individuelle des BA.
- La rationalité singulière représente l'unicité de la logique inhérente à certains contextes de décision. L'engagement dans une activité entrepreneuriale est par nature irrationnel parce que son espérance d'utilité est négative. La firme entrepreneuriale porte une idée unique et le fait pour le BA d'intervenir en *early stage* rend inopérants tous les modèles d'évaluation des projets d'investissement. La démarche de perception du potentiel d'une telle firme est donc unique et difficilement réductible à des formules mathématiques.
- La rationalité adaptative fait référence à l'expérience du décideur et la manière dont elle forge la capacité d'identification des opportunités par les BA. Ces derniers ont des expériences d'entrepreneurs et ou de managers qui leur permettent d'évaluer les projets en *early stage*. Le BA conserve des traces des événements entrepreneuriaux déjà vécus et ceux-ci lui permettent de mieux « sentir » les valeurs d'une équipe porteuse de projet. De plus, l'instruction d'un dossier ou l'évaluation approfondie du potentiel d'un projet est toujours assumée par des BA qui ont été en contact avec le marché visé par l'idée entrepreneuriale. Ce contact avec le marché leur offre la capacité à vérifier la pertinence et la validité de l'histoire racontée par les entrepreneurs.

- La rationalité cognitive fait référence à la gestion des heuristiques par le décideur. Ces dernières peuvent aussi bien conduire à de bonnes et mauvaises décisions. Quel que soit l'output, elles permettent aux acteurs d'exprimer leurs choix. Dans le cadre des BA avec des firmes entrepreneuriales, le fait de choisir volontairement de se focaliser sur les valeurs de l'équipe et de les approximer à travers diverses autres dimensions constitue leur heuristique de perception des opportunités d'investissement. Cette heuristique les amène à interagir avec les porteurs de projet et à ancrer leurs évaluations dans le comportement des entrepreneurs. C'est ainsi que les BA peuvent exprimer leurs intentions d'investissement dans la plupart des cas.

Ainsi, le fait d'observer ces quatre facettes du comportement des BA montre qu'il existe chez eux une certaine rationalité en situation. Nous avons ainsi une meilleure compréhension de la décision d'investissement des BA en particulier mais aussi de la décision en incertitude de façon générale.

Section 4 : Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons voulu mettre en perspective les résultats de notre analyse abductive au sein du débat théorique. La démarche est particulièrement importante lorsqu'une étude a pour visée de proposer une explication à un constat empirique contrastant les prédictions d'un cadre théorique existant. Nous avons donc discuté nos résultats avec la littérature en finance entrepreneuriale de façon globale et avec la décision d'investissement des BA en particulier. Nous avons aussi jaugé la pertinence de notre interprétation face à la littérature sur la décision intuitive qui prend de plus en plus de l'importance en management. Ces deux premiers points ont conduit à des propositions (11 au total) qui appellent à être vérifiées dans des études ultérieures. La discussion par rapport à la littérature entrepreneuriale était pour vérifier l'existence ou non d'une explication alternative à notre démarche d'analyse. En s'inspirant de ce qui a été fait pour l'identification des opportunités entrepreneuriales (objet le plus proche de celui que nous avons analysé), nous avons conclu qu'une analyse en terme d'alignement structurel apporte une nouvelle vision de la décision financière en particulier mais aussi de la décision entrepreneuriale de façon plus élargie. Nous espérons que nos apports orienteront d'une meilleure façon, la quête de connaissance dans le futur. Nous contribuons aussi au développement du questionnement autour de la rationalité en situation qui se substitue de plus en plus à rationalité contrôlée substantive.

CONCLUSION GENERALE

La conclusion générale de la thèse est structurée autour de 6 sections. Dans la première section, nous résumons la démarche générale suivie. Ensuite, nous exposons dans les sections 2, 3 et 4 les principales contributions théoriques, méthodologiques et managériales de la thèse. Dans la section 5, les limites de la recherche sont rappelées et nous finissons avec les perspectives de travaux futurs (Section 6).

Section 1 : Démarche suivie

Cette thèse part du constat théorico-empirique suivant : l'incapacité des modèles traditionnels de décision d'investissement à expliquer la sélection des opportunités d'investissement à la phase d'amorçage des firmes entrepreneuriales. Elle s'est donc donné pour objectif de trouver une explication pertinente à cette sélection des projets en s'inspirant de l'expérience réelle des acteurs qui évaluent cette catégorie de projets afin d'y investir. La démarche de raisonnement est donc abductive.

Pour poser le contexte de l'analyse, nous avons considéré et validé auprès des acteurs terrain rencontrés, que la firme entrepreneuriale en amorçage est un objet incertain. L'incertitude s'explique par l'état de développement (phase d'amorçage) et le caractère nouveau de l'idée par rapport au marché. Cette nature incertaine explique la complexité de l'activité d'investissement. Nous définissons l'identification des opportunités d'investissement à la phase amorçage des firmes entrepreneuriales comme une activité subjectivement ancrée dans la cognition individuelle de l'investisseur. Parmi les investisseurs susceptibles de couvrir le besoin de financement de ces firmes, le BA est décrit comme une source de capital importante. Son comportement est intéressant à étudier parce qu'il alloue ses fonds personnels sur un marché du capital-risque informel accessible à tous les porteurs de projets innovants. L'importance de son activité en amorçage nous a conduit à le placer au centre de notre questionnement. Notre curiosité scientifique porte donc sur l'identification des opportunités d'investissement durant l'amorçage des firmes entrepreneuriales par ces BA.

Notre problématique a été précisée par le *gap* existant entre d'une part l'effet de l'incertitude sur les capacités décisionnelles des individus et d'autre part l'état de la littérature sur la sélection des projets par le capital-risque formel et informel. Alors que l'incertitude est reconnue depuis toujours comme forçant la subjectivité de la décision à travers des facultés individuelles de sélection et de traitement de l'information, les théoriciens en capital-risque

commencent à peine à modéliser le processus de l'investissement en amorçage comme subjectif. Pour contribuer à la réduction de ce *gap*, nous avons emprunté à la littérature en psychologie cognitive, des éléments de compréhension de la décision en situation. Une démarche qualitative interprétative nous a permis de scruter comment les BA arrivent à leur décision d'investissement. Nous avons collecté les données en combinant l'observation et des entretiens phénoménologiques. L'analyse des matériaux a été inductive afin de découvrir les dimensions qui selon les BA structurent leur évaluation des projets en amorçage. Deux points essentiels résument nos résultats. D'abord nous mettons en évidence la spécificité du style de raisonnement *in situ* des BA. C'est le raisonnement par alignement structurel. Ce dernier s'opérationnalise à travers le discours durant l'instruction ou l'évaluation des dossiers de demande de financement. Ensuite, nous montrons que le style de raisonnement spécifique qu'il utilise permet au BA de structurer de façon particulière sa compréhension des projets. Il est capable de transformer des indicateurs ou faits situationnels pour créer des construits nouveaux susceptibles d'orienter son action future. Nous remarquons une évolution dans la logique de l'investissement : il passe d'une logique de sélection de projet à une approche de sens créé pour investir. Le raisonnement suivi et les résultats de nos analyses nous permettent de faire des contributions à trois niveaux : théorique, méthodologique et managérial.

Section 2 : Les contributions théoriques

Les contributions sont ici reliées à la décision en finance entrepreneuriale et à la décision entrepreneuriale et managériale de façon générale. Il s'agit d'une part d'argumenter en faveur d'un changement paradigmatique dans la recherche en finance entrepreneuriale. La compréhension du processus de décision peut être meilleure et les contributions de la discipline à la pratique peuvent être améliorées. D'autre part, la pertinence du terrain des BA permet de contribuer à la littérature sur la décision en entrepreneuriat et en management où le rôle de la cognition, individuelle et collective, est jugé très important dans l'état actuel de la connaissance.

2.1. Vers un changement paradigmatique pour la finance entrepreneuriale

Les résultats de cette thèse permettent de faire des contributions principalement à la littérature en finance entrepreneuriale. Cette discipline étudie comment le marché de capitaux influence l'émergence et la pérennité des firmes entrepreneuriales nouvellement créées (Bertoni et al., 2015; Robb et Robinson, 2012). Elle considère les firmes entrepreneuriales

comme des objets frappés d'asymétrie d'information extrême. Les travaux qui s'y inscrivent vont donc chercher à comprendre l'accès au capital nonobstant cette spécificité. Ils vont aussi analyser les contributions non financières que les acteurs de ce financement peuvent faire pour la croissance des firmes entrepreneuriales. Notre recherche est plus relative à la question de l'accès au financement. Elle étudie l'objet théorique qu'est l'opportunité d'investissement. Nos travaux sont en faveur d'un changement de paradigme de recherche afin de mieux cerner cet objet central dans la finance entrepreneuriale. En effet, la recherche en finance entrepreneuriale a emprunté les paradigmes de recherche dominants dans sa discipline mère qu'est la finance d'entreprise traditionnelle. Elle a pendant longtemps logé ces objets d'analyse sous les postulats de l'asymétrie d'information et des problèmes d'agence (Denis, 2004; Fathi et Gailly, 2003). Or ces deux postulats ne sont pas représentatifs de l'enjeu principal dans la décision face à un objet comme les firmes entrepreneuriales en amorçage (Bonnet et al., 2013). Cette dernière a au cœur de sa stratégie, la remise en cause des valeurs établies sur le marché (Kerr et al., 2014), afin de se garantir une croissance et une profitabilité à long terme (Carland et al., 1984 ; Matthews et Scott, 1995). Ainsi, du fait de la nature même de cet objet que nous analysons, la décision d'investissement est indissociable de la cognition de l'apporteur de capitaux. C'est subjectivement qu'il traite le peu d'information à sa disposition, afin d'inférer un futur plausible (Huang et Pearce, 2015; Navis et Glynn, 2011). Un changement paradigmatique est donc nécessaire si nous souhaitons mieux comprendre cette décision financière. Ceci ne veut aucunement signifier qu'il n'existe pas d'asymétrie d'information, mais seulement qu'elle ne représente pas le facteur principal qui oriente la perception de l'opportunité d'investissement. Il est nécessaire de replacer l'individu au cœur de l'analyse à travers ses facultés psycho-cognitives (Hisrich et Jankowicz, 1990; Moesel et Fiet, 2001). Ceci suppose que chaque étude doit d'abord caractériser son objet d'intérêt d'analyser de faire le choix de l'approche d'analyse la plus adaptée. L'incertitude influençant la cognition et la psychologie des acteurs économiques, nous proposons que l'expérience de ce dernier en relation avec son environnement soit prise en compte dans les analyses futures. C'est à cette condition que nous pouvons espérer créer une connaissance qui se veut pragmatique dans notre discipline.

2.2. La plus value de l'analyse du processus de raisonnement situé des BA

Au-delà de cet appel au changement paradigmatique, nos résultats éclairent des points clés de la littérature sur la décision d'investissement en amorçage par les BA. En respectant les facteurs de sélection des projets décrit dans la littérature en capital-risque (formel et

informel) (Carpentier et Suret, 2015; Maxwell et al., 2011; Paul et al., 2007; Sudek, 2006; Tyebjee et Bruno, 1984), notre analyse éclaire la façon dont l'investisseur en situation procède pour jauger le potentiel des idées malgré l'absence d'informations objectives clamée par tous. Sur ce point, la littérature a stagné depuis les premiers travaux de Tyebjee et Bruno (1984). Elle a toujours considéré la décision d'investissement comme un processus fragmentable où les différentes composantes sont sommées pour produire une décision finale. Plus récemment, il a été accepté qu'une des composantes de ce processus est l'intuition qui domine les valeurs métriques dans la perception de l'investisseur (Huang et Pearce, 2015; Maxwell et Lévesque, 2014). Notre analyse montre qu'une intégration totale de la psychologie de l'investisseur réfute toute idée de comparaison entre des composantes à un moment. En s'intéressant au processus, nos résultats démontrent que la perception est une vision holistique intégrant de multiples paramètres contribuant à l'objectif principale de l'évaluation qui est l'« Equipe entrepreneuriale ». La décision d'investissement est définie comme un processus où subjectivement le BA va chercher des indicateurs en situation susceptibles de l'aider à approximer des valeurs humaines qui ne peuvent être métriquement cernées. Nous ravivons ainsi une des conclusions de Hisrich et Jankowicz (1990) qui décrivaient un processus où des construits de la cognition viennent amplifier et qualifier les paramètres relatifs à l'équipe.

Conscient de la possibilité d'erreur dans cette tâche d'investissement, nous avons mis en évidence l'effet d'un collectif interne à un réseau sur l'ajustement des perceptions individuelles. A notre connaissance, c'est la première étude qui met explicitement en évidence le rôle réflexif positif de cet aspect social sur la perception des BA. D'autres études ont beaucoup argumenté en faveur de biais créé par ce type de fonctionnement au sein des réseaux. Nous pensons que ce fonctionnement interne au réseau joue plutôt un rôle positif sur la réflexivité des investisseurs afin de mieux investir. Il permet de minimiser le risque pris en amorçage en facilitant la perception personnelle de chaque individu. Harrison et al. (2015) ont récemment décrit un phénomène d'apprentissage interne au réseau en considérant l'identification des opportunités comme déterminée substantiellement par l'expérience d'investissement. Notre analyse montre une influence sur la structure du raisonnement situé afin d'identifier l'opportunité. Nous sommes entièrement en accord avec Krueger (2007) qui affirme que l'expérience n'est pas simplement ce qui s'est déjà passé, mais c'est ce que nous arrivons à faire avec ce passé. Nous pensons et nous en sommes convaincus, que c'est l'utilisation qu'un investisseur va faire de ses connaissances en situation qui lui permettra de se démarquer des autres acteurs qui resteraient ignorants devant une idée d'affaire en

amorçage. La focalisation sur l'action en situation offre plus de potentiel de création de connaissances en finance entrepreneuriale que la seule étude des déterminants interindividuels statiques (économiques et cognitifs). Si nous commençons juste à comprendre le processus de décision des BA (Huang et Pearce, 2015), une meilleure prise en compte de l'incertitude nous prouve, dans cette thèse, que la structure du raisonnement situé est cruciale dans la capacité d'identification des opportunités d'investissement.

2.3. Vers plus d'analyse de la cognition entrepreneuriale à travers le processus

L'incitation à plus de focalisation sur l'utilisation de nos expériences et connaissances en situation de décision vaut aussi pour la littérature en décision entrepreneuriale. La structure ou la forme du raisonnement de l'entrepreneur a très peu retenu l'attention des théoriciens dans ce champ de connaissances. La perspective défendue dans les récents travaux de Cornelissen et al. (2012), Grégoire et al. (2010) et Grégoire et Shepherd (2012) n'a pas encore suscité beaucoup de curiosité de la part des théoriciens. Ceci peut s'expliquer par les défis méthodologiques que pose une telle quête de connaissance. La littérature entrepreneuriale invoque largement la cognition pour distinguer l'entrepreneur et l'individu lambda. Malgré le fait qu'elle soit largement conceptuelle, quelques essais empiriques existent (Baron et Ensley, 2006; Costa et al., 2013; Scheiner, 2014). Nos résultats montrent que l'intelligence d'identification des opportunités va bien au delà des connaissances stockées en mémoire. Le processus de raisonnement à travers le discours des acteurs permet de cerner le « comment » mais aussi le « pourquoi ». Ces deux interrogations sont indissociables dans une situation d'incertitude où l'impossibilité d'avoir des informations est la règle (Busenitz, 1996; McMullen et Shepherd, 2006). La prise en compte de la nature du raisonnement permet de défendre plus fortement la réconciliation nécessaire entre les perspectives de découverte et de création d'opportunité entrepreneuriale (Alvarez et Barney, 2007; McMullen et Shepherd, 2006; Shane et Venkataraman, 2000; Stritar et Drnovšek, 2015; Valliere, 2013). *L'enactment* ou l'interprétation en situation réelle permet de cerner comment l'entrepreneur identifie les opportunités en trouvant le bon équilibre entre découverte et création.

2.4. Contribution à la conceptualisation de l'intuition créative

La décision managériale accorde aujourd'hui une place substantielle à l'intuition. Deux formes d'intuition existent selon nous : l'intuition experte et l'intuition créative. Certains auteurs en ajoutent une troisième qui est l'intuition émotionnelle (Betsch et Glockner, 2010; Coget et al., 2011; Hogarth, 2010), mais nous préférons ne pas la retenir

comme une forme distincte. En effet, la décision intuitive d'une personne est toujours entachée d'une émotion (Dane et Pratt, 2004; Hodgkinson et al., 2008; Sinclair et Ashkanasy, 2005). C'est ce qui entraîne d'ailleurs l'engagement ou non des individus en leur décision intuitive. Puisque le ressenti ou l'émotion est une composante qui définit l'intuition, nous ne la retenons pas comme une forme particulière d'intuition. Parmi les deux autres formes, l'intuition experte a été la plus développée. Elle va désigner les expériences d'un individu transformées en habitudes et qui lui permettent de faire des choix rapides non conscients (Agor, 1986; Gobet et Simon, 1996; Klein, 2008, 1993; Lebraty, 2007; Miller et Ireland, 2005). Cependant, quand le contexte de la décision devient incertain, avec l'incapacité d'avoir des informations pertinentes (Foss et Klein, 2012; Lipshitz et Strauss, 1997), les habitudes ne sont plus les sources de décision les plus adaptées. Il faut être capable d'aller au delà de nos souvenirs stockés en mémoire. Il faut être capable de transformer l'information en connaissance pertinente en situation. C'est cette transformation situationnelle qui définit l'intuition créative (Hogarth, 2010; Ward, 2004). Nous offrons des évidences qui permettent d'améliorer la conceptualisation autour de cette seconde forme de l'intuition. Ward (2004) a évoqué plusieurs processus mentaux susceptibles de définir cette créativité humaine. Nous avons fourni des preuves du mécanisme de l'alignement structurel. Sa capacité à garantir l'équilibre entre la nouveauté et l'existant, entre l'équivocité et la légitimité (Navis et Glynn, 2011) nous amène à l'adopter pour fournir une définition du processus d'intuition créative. Cette dernière se définit donc comme la résultante d'un processus d'alignement structurel qui conduit à transformer des faits situés afin de faire des inférences sur des états futurs de la nature. Comme nous l'avons observé chez les BA, nous affirmons que le fonctionnement interne d'une équipe permet d'ajuster l'intuition créative des membres afin de limiter les erreurs inhérentes à la décision en incertitude. L'intuition créative regorge autant de potentiel explicatif que l'intuition experte, surtout lors de la prise de décision dans les réalités organisationnelles qui représentent les contextes d'incertitude.

Section 3 : La pertinence d'une approche méthodologique pour mesurer l'intuition créative

Le manque de développement de la littérature sur la structure du raisonnement en situation s'explique essentiellement par les difficultés empiriques qui y sont rattachées. Notre approche empirique dans cette thèse peut aider dans le développement de *design* de recherche pertinent. En effet, ce ne sont pas nos techniques de collecte d'informations (observation et

entretien phénoménologique) qui sont nouvelles dans la recherche en management de façon générale ou en finance entrepreneuriale particulièrement. Au sein de cette dernière, ces deux techniques sont de plus en plus utilisées (Clark, 2008; Hisrich et Jankowicz, 1990; Huang et Pearce, 2015; Maxwell et Lévesque, 2014; Sudek, 2006). Nous pouvons affirmer que le cap de la recherche en finance entrepreneuriale réservée aux données majoritairement secondaires est passé. Cependant, notre apport réside dans la démarche d'analyse des matériaux. Si dans le cas de l'observation, la grille d'analyse de Grégoire et al. (2010) et Grégoire et Shepherd (2012) nous a inspiré, l'interprétation des récits de vie de nos interviewés est unique. La faculté à aller rechercher dans ces matériaux des construits qui sont structurants et eux-mêmes structurés par d'autres aspects est particulièrement intéressante dans l'analyse de la décision financière. Nous n'avons pas recherché des proportions à travers les entretiens. Nous n'avons pas recouru à une analyse thématique basée sur des entretiens exploratoires (Huang et Pearce, 2015) ou des cadres théoriques existants (Maxwell et Lévesque, 2014). Notre démarche ici est structurante et évolutive aidée par le logiciel d'analyse Nvivo. Elle profite de la richesse des données pour illustrer un mécanisme cognitif avant de retrouver les dimensions importantes dans la décision finale d'investissement. Nous avons priorisé la forme du raisonnement pour parvenir ensuite aux significations individuelles que les BA accordent aux faits. Une telle démarche est appelée à être renouvelée dans d'autres études en finance entrepreneuriale. Elle offre un réel potentiel pour comprendre les décisions en contexte complexe et incertain. De plus, nous montrons le potentiel de l'analyse dans un contexte réel par rapport aux méthodes par expérimentation qui dominent la recherche autour de la cognition en entrepreneuriat particulièrement. Nous sommes conscients des défis méthodologiques que pose notre préconisation mais nous gagnerons à bien cerner la « boîte noire » de la décision des différents acteurs. Elle peut aider à aller au delà des contraintes actuelles qui limitent la théorisation sur la cognition créative.

Section 4 : Les contributions managériales de la thèse

L'ingéniosité mise dans l'interprétation de nos données permet de faire aujourd'hui des apports pertinents à la pratique de l'investissement en *early stage*.

Il existe aujourd'hui un grand nombre de projets qui se définissent comme innovants par leur porteur. Cependant, l'écart entre un projet innovant techniquement et une idée intéressante économiquement est grand. L'entrepreneur doit être capable de structurer sa création entrepreneuriale afin d'intéresser d'autres parties prenantes à son idée (financeurs,

collaborateurs experts etc.). En ce sens, nos résultats sur « comment le BA transforme l'idée de l'entrepreneur en produit économiquement viable et durable » sont utiles. Les dimensions que nous avons mises en évidence peuvent aider les entrepreneurs, désireux de développer une firme créative et à forte croissance, à mieux penser leur idée avant d'y consacrer d'énormes ressources personnelles et de solliciter des apports extérieurs. Il existe de multiples outils d'accompagnement au sein des organismes d'incubation et qui se basent sur des développements théoriques très intéressants. Nous avons ici en plus le regard pertinent d'un apporteur de capitaux qui intervient assez tôt dans le démarrage de l'idée où les réflexions essentielles dans la conception du modèle économique sont encore possibles. L'intégration de leur point de vue dans ces outils existants ne peut qu'aider à un meilleur accompagnement entrepreneurial.

Les BA n'ont pas de contraintes institutionnelles et n'ont pas de comptes à rendre sur la nature de leur décision en amorçage. Ils n'ont pas obligation de justification de leur choix face à un entrepreneur. Cependant, nous pensons qu'ils gagneront en crédibilité en étant capables d'expliquer à un entrepreneur pourquoi finalement ils ne croient pas tellement en leurs « belles idées ». Nous nous rappelons encore de ce porteur de projet qui malgré l'obtention d'un financement, nous affirmait hors enregistrement que finalement ces acteurs ne sont pas aussi différents que les autres existant sur le marché. Pour lui, tout ce « semblant » d'accompagnement ne leur sert qu'à défiscaliser et donc l'essentiel est de leur raconter ce qu'ils veulent entendre. Ce type de commentaire, selon nous, illustre le manque de perception claire que peut avoir un entrepreneur sur « à quoi peut lui servir les échanges avec un BA doté d'expérience pertinente dans la conduite d'un projet entrepreneurial ». Nous sommes à une étape de développement de la firme où des conseils constructifs peuvent aider des « postulants » entrepreneurs à réellement juger de la pertinence de leur projet. C'est de tout un projet de vie qu'il s'agit et l'avis éclairé de personnes expérimentées extérieures ne peut qu'aider à limiter les lancements d'entreprises qui évolueront dans la médiocrité. Les retours pertinents apportés par les BA sur la base de notre modèle d'analyse peuvent améliorer la perception qu'ont les entrepreneurs des recommandations faites par les BA. Ces derniers y gagneront à développer une image autre que celle de « défiscalisateur ».

Notre modèle peut aider à l'amélioration de la pratique même de la sélection avec les nouvelles organisations des réseaux. De plus en plus, les BA s'organisent en clubs afin d'être plus visibles. Le plus souvent, il existe un délégué qui procède à la présélection des projets. Celui-ci rentre souvent en contact avec les porteurs pour savoir si le projet mérite d'être présenté aux membres. Dans les réseaux plus structurés et plus grands, ce délégué a lui-même

une expérience entrepreneuriale ; ce qui peut l'aider dans sa tâche. Dans d'autres clubs, ce premier contact avec le réseau se fait à travers des acteurs dépourvus de cette expérience. Nous nous rappelons les propos du président du réseau ALPHA qui nous affirmait qu'il leur manque quelqu'un capable de faire ce travail de tri et qui peut leur apporter ce regard neuf sur les nouveaux métiers. C'est en ce sens qu'il avait voulu mettre en place un partenariat intéressant avec nous dans le cadre de cette recherche. Le fait aujourd'hui de savoir que l'intuition du BA est un processus qui peut être formalisé à minima, peut faciliter la tâche de la présélection pour le délégué général du réseau. Il s'agira pour lui d'adopter déjà très tôt une vision qui ressemble à celle du BA même si les moyens ne sont pas les mêmes. Il y a aussi les propos de cet autre investisseur revu dans le cadre de notre démarche de validation de la recherche qui nous interpelle. Il nous a confié que les tableaux synthétiques que nous avons présentés (reliant la description, les faits observés et les valeurs humaines inférées) peuvent servir à une certaine formalisation de la démarche de perception des projets. Ceci nous montre qu'une formalisation serait malgré tout intéressante pour certains, même si le BA ne se pose pas la question de celle-ci et ne pense pas à la faire.

Notre modèle peut donc s'insérer dans ce panorama d'outils déjà existants dans l'accompagnement des firmes entrepreneuriales à leur amorçage. Divers acteurs peuvent en tirer profit.

Section 5 : Les limites de la recherche

Nous soulignons ici la limite liée à notre positionnement épistémologique interprétatif. Nous assumons totalement la subjectivité de notre interprétation tout en précisant que des précautions ont été prises pour minimiser son influence. Nous avons suivi la grille d'évaluation de la cohérence interne proposée par Pratt (2008). Nous avons répondu aux préconisations faites par Avenier et Thomas (2012) et Dumez (2012). Pour apporter une rigueur et une systématisme à notre interprétation, nous utilisons la méthodologie d'analyse de Gioia et al. (2013). Nos résultats ont été validés sous forme de rapport de recherche par cinq des acteurs interviewés dans le cadre de notre travail. Nous pensons avoir prêté suffisamment attention à la cohérence interne de notre recherche afin que les résultats puissent être considérés comme valides. Les limites que nous présentons ci dessous portent plus sur les points d'analyse qui auraient pu améliorer la compréhension de l'objet « opportunité d'investissement en amorçage ».

La première limite est relative au rôle explicite de l'émotion comme composante de l'intuition humaine. L'affect ou l'émotion oriente le processus mais aussi « colore » la décision intuitive (Sadler-Smith et Sparrow, 2007; Sinclair et Ashkanasy, 2005). Certaines théorisations considèrent l'existence d'un troisième type d'intuition qualifiée d'émotionnelle (Grandval et Soparnot, 2007; Pretz et Tetz, 2007). Nous considérons l'émotion comme présente dans tout type d'intuition. Un processus intuitif se déclenche parce qu'un état émotif existe face à un stimulus que l'on perçoit (Burke et Miller, 1999). L'individu dispose d'une mémoire émotionnelle qui affecte la relation entre ses connaissances tacites et le processus de décision intuitive (Sayegh et al., 2004). Dans notre analyse, son impact était visible par le fait que l'empathie joue un rôle important dans l'évaluation des projets. L'émotion est aussi présente à travers l'engagement des BA dans les projets dont l'instruction est positive. Cependant, nous n'avons pas explicitement ciblé la manifestation de l'émotion ni dans nos observations ni dans les récits de vie des BA. Une prise en compte aurait été intéressante et aurait peut-être révélé d'autres aspects personnels de la perception.

La seconde limite est liée au rôle éventuel des variables individuelles des BA comme l'âge, l'expérience, le statut, la formation, l'encastrement social, la fiscalité, les revenus, la richesse etc. Ce sont des paramètres qui auraient pu dissocier le comportement d'identification des opportunités d'investissement entre les acteurs. Cependant, nous croyons qu'il faut comprendre d'abord la psychologie du BA pour revenir ensuite sur les facteurs individuels susceptibles de prédire cette compétence d'identification *in situ*. Ainsi, nous réservons pour les études ultérieures, le soin d'intégrer ces variables individuelles pour le développement d'un modèle plus complet de la décision d'investissement en amorçage.

Aujourd'hui, dans l'analyse de la création et du partage de sens, il y a des théorisations qui appellent à la dimension verbale du comportement de l'acteur (Cornelissen et al., 2012; Cornelissen et Clarke, 2010). Elles appellent donc à une focalisation non seulement sur des métaphores discursives utilisées en situation mais aussi à une prise en compte simultanée du gestuel. Le couplage de ces deux dimensions permettrait d'aller plus loin dans la compréhension de l'interprétation des individus en incertitude. Nous n'avons pas pu nous focaliser dans notre démarche sur la gestuelle des acteurs pendant les instructions. Ce choix est volontaire afin de nous permettre de mieux cerner la dimension discursive du raisonnement des BA. Nous n'avons pas non plus pris en compte l'enchaînement des idées entre les acteurs. En effet, il peut être possible de prendre en compte le fait qu'un propos spécifique du porteur de projet entraîne une stratégie de raisonnement spécifique de la part du

BA. Ce qui serait une perspective d'analyse intéressante pour étudier, de façon supplémentaire, la cognition sociale de l'individu en situation réelle de décision.

Une dernière limite est reliée à la nature même du réseau de BA. Ce dernier a un délégué général qui officie comme premier contact entre les entrepreneurs et les investisseurs. Ce délégué s'occupe de l'animation du réseau et il doit, en quelque sorte, trouver les projets susceptibles d'intéresser les membres de son organisation. Nous n'avons pas considéré l'influence du rôle du délégué sur la perception des BA. Notre objectif de recherche étant de comprendre la nature de l'opportunité d'investissement selon l'interprétation des BA, nous pensons que l'influence éventuelle des choix du délégué général ne modifierait pas substantiellement la perception individuelle des BA. Nous ne nions donc pas cet aspect « commercial » des délégués qui peut biaiser notre démarche de recherche.

Ainsi, les limites de notre recherche identifiées ci-dessus, constituent des voies d'amélioration du modèle de l'investissement en amorçage.

Section 6 : Les perspectives de recherche futures

Comme l'a souligné Dumez (2012), une démarche abductive permet d'aller chercher des explications alternatives pertinentes à des phénomènes inexplicables par une littérature existante. Il précise qu'elle ne doit pas par contre « fermer le débat ». Une recherche abductive valide est celle qui donne des pistes de recherches futures pertinentes. Notre étude ouvre aujourd'hui des perspectives intéressantes pour le futur.

D'abord, une question fondamentale qui a besoin d'être plus étudiée est l'apport du changement paradigmatique que nous souhaitons pour la discipline « finance entrepreneuriale ». L'immersion dans le récit de vie des BA questionne des positionnements de recherche qui ont été adaptés par la recherche en finance d'entreprise. Au delà de nos résultats dans cette thèse, il est nécessaire de se demander si l'objet subjectif « opportunité d'investissement » permet de mieux cerner les questions que se posent les chercheurs en finance entrepreneuriale ?

La prise en compte de la dimension sociale est une piste de recherche future intéressante selon nous. En effet, il s'agit d'un aspect qui n'est pas étranger à la littérature concernant les BA. La dimension sociale a été utilisée pour expliquer l'accès au projet ou *sourcing* ou *deal creation* des BA (Becker-Blease et Sohl, 2007; Paul et al., 2007; Prowse, 1998; Sorheim, 2003). Le réseau du BA lui permet d'accéder aux dossiers mais aussi de valider les informations fournies par le porteur de projet. Harrison et al. (2015) étudient le

rôle en interne du social dans l'apprentissage du BA. Ces deux premières prises en compte de la dimension sociale cherchent donc à délimiter les facteurs explicatifs de l'investissement du BA. En procédant au changement paradigmatique sur l'objet, nous observons un rôle du collectif dans le processus d'appréciation du risque. L'avis des membres en fonction de leur notoriété interne influence la perception du risque à l'échelle individuelle du BA. Ce collectif participe à l'analyse du projet par les BA. L'influence est donc sur le processus *in situ*. Les études futures doivent permettre de mieux caractériser chacun des aspects sociaux ci-dessus énumérés afin de nuancer leur apport. La comparaison pourra aussi être faite avec les investisseurs en *equity crowdfunding* où un effet social est décrit comme prépondérant (Belleflamme et al., 2014; Colombo et al., 2015).

Les recherches futures pourront élargir la comparaison à tous les autres acteurs de l'écosystème entrepreneurial. Nous avons aujourd'hui, les *love moneys*, les fonds publics étatiques, les fonds de VC, le capital risque d'entreprise, les banques, les incubateurs etc. Ces acteurs peuvent être dissociés en étudiant la nature de leur raisonnement situé et par là, les vraies dimensions de sens qui fondent leurs décisions. En étudiant de façon plus précise le raisonnement des acteurs, les recherches pourront aussi étudier la spécialisation de ces différents acteurs en fonction des différentes étapes de développement des idées (degré d'incertitude). Les conclusions actuelles sont contradictoires en ce qui concerne les liens entre les différentes sources de financement en capital-risque. Il existe une première version qui défend la complémentarité entre BA et VC (Bonnet et al., 2013; Harrison et Mason, 2000). Ils ont des compétences différentes et l'intervention du premier signale la qualité du projet entrepreneuriale au second. Une seconde version montre des acteurs qui sont plutôt substituables (Hellmann et al., 2015), les entrepreneurs préférant réaliser plusieurs tours de table de financement avec la même catégorie d'investisseurs. Des études complémentaires autour de la cognition comme processus de raisonnement permettront ainsi de faire évoluer ce débat sur un plan théorique et pratique.

La prise en compte du social dans la décision du BA (accès au flux de projet et apprentissage en interne) a posé le problème de la décision mais seulement dans le cadre du financement entrepreneuriale. L'aspect social que nous mettons en évidence dans notre travail questionne la prise de décision de façon générale. Elle fait référence aux travaux de Granovetter (1985, 1983) à travers la dimension cognitive du réseau. Cependant, nos résultats mettent en évidence une influence du collectif interne à un groupe d'acteurs sur le raisonnement individuel en situation. Cet effet social interne a un rôle à jouer en termes d'efficacité de la prise de décision collective ; nous ouvrant ainsi la voie à des études futures

sur la nature de l'intuition collective. En analysant le comportement en situation réelle, il sera possible d'observer comment les membres d'un collectif font pour remédier à l'erreur initiale qui caractérise leur contexte de décision dépourvue d'approche standard de décision (Canet et al., 2012).

Nous avons fourni des preuves sur la manière dont la versatilité cognitive (Hodgkinson et Clarke, 2007) se manifestait dans le cadre de la décision d'investissement des BA. En effet, l'aptitude de l'individu à utiliser simultanément des composantes intuitives et rationnelles permet d'auto-ajuster le processus de décision. Pour certains auteurs, l'intuition initiale doit être confirmée par des analyses métriques rationnelles avant d'être mise en œuvre (Isaack, 1978). Le décideur a besoin de justifier ses choix auprès des parties prenantes à une décision. Pour d'autres auteurs, la performance décisionnelle des managers dépend plutôt de la capacité, au cours d'une même tâche, à passer d'un style cognitif à un autre en fonction des exigences de la situation (Sadler-Smith et Sparrow, 2007). Chez les BA, nous avons plutôt observé cette seconde facette de la versatilité cognitive. C'est le mécanisme cognitif qui leur permet, de façon processuelle, d'approximer un objet qui doit être cerné intuitivement. Il s'agit d'une pratique supplémentaire pour réduire la marge d'erreurs dans les contextes incertains. Couplée avec l'effet social interne évoqué plus haut, ils forment des mécanismes d'amélioration de la réflexivité humaine qui demande à être mieux étudiés dans les recherches à venir. Cerner la réflexivité aidera à mieux penser la configuration des équipes de décisions créatives dans les organisations contemporaines.

Les études futures doivent plus comparer le jugement par la reconnaissance de schémas (qui sous-tend l'intuition experte) et le jugement par alignement structurel (qui sous-tend l'intuition créative). Notre étude a montré qu'en fonction de l'incertitude à la phase de l'amorçage des firmes entrepreneuriales, la seconde apparaît plus pertinente pour juger des idées innovantes. La réflexion doit être poussée afin d'éclairer davantage le type de processus de jugement qui sera le plus adapté en fonction du contexte. Le fait d'avoir trop longtemps résumé l'intuition à sa composante experte a, nous le pensons, réduit la capacité à comprendre le raisonnement créatif des individus. De plus, être créatif intellectuellement impose de continuellement trouver un équilibre entre légitimité et équivocité. Navis et Glynn (2011) montrent par exemple que pour communiquer le potentiel de leur idée, l'entrepreneur doit « légitimer sa nouveauté ». Il le fait à travers son discours en utilisant d'une part des concepts ou mots familiers à une communauté d'acteurs (légitimité) et d'autre part en démontrant la démarcation de son idée par rapport à l'existant (équivocité). La créativité est ainsi définie à travers le langage de l'individu recherchant l'équilibre légitimité/équivocité. Cette définition

demande à être confirmée par des recherches supplémentaires. De plus, si le discours permet de cerner le raisonnement de l'individu en incertitude, les recherches futures sont nécessaires pour savoir s'il existe un degré d'équilibre qui peut prédire un bon développement d'une idée créative (en entrepreneuriat ou dans le cadre d'une organisation). Ce type de recherche contribuera toujours à mieux penser le fonctionnement des équipes créatives en organisation.

Dans la recherche entrepreneuriale, le plus grand défi posé par l'analyse de la structuration du raisonnement en situation est la conception d'un *design* méthodologique pertinent pour la cerner le plus fidèlement possible. Dans notre cadre, nous avons profité de l'exclusivité d'une présence physique durant les instructions de dossiers. Ces types de situations ne se présentent pas chez les entrepreneurs qui réfléchissent plutôt seuls ou en équipe restreinte. Une alternative pertinente utilisée par Cornelissen et al. (2012) a consisté à observer la communication des idées à autrui par les entrepreneurs. Une telle démarche est intéressante puisqu'elle permet d'observer l'entrepreneur contraint de séduire les détenteurs de ressources nécessaires à son activité. Ainsi, d'autres analyses pourront tester ce type de *design* afin de mieux cerner la cognition entrepreneuriale. Elles permettront d'aller au delà des expérimentations qui sont loin de capturer l'effectivité de la pensée des porteurs de projets. L'observation par exemple de la présentation d'idée à des financeurs permettrait de voir comment les entrepreneurs intègrent la dimension économique et financière dans leur réflexion de créateur.

Nous espérons que ces quelques pistes de recherche, retiendront la curiosité du monde scientifique lors de futurs travaux dans le domaine.

Section 7 : Conclusion

En réalité, très peu d'études se sont focalisées sur le processus de la décision à travers lequel le BA forme son jugement d'investissement. En raisonnant en terme de sélection de projet, la littérature existante a été trop orientée vers l'étude des déterminants de ce choix. Dans le cadre de cette thèse, nous avons conçu l'investissement du BA comme une décision subjective. Cette requalification nous a permis de mettre en évidence des points très peu abordés par la littérature existante. Notre étude contribue aussi à la littérature générale sur la prise de décision dans un contexte incertain. Au delà des limites exposées ci-dessus, nous considérons que les résultats de cette thèse permettront d'aller plus loin dans la compréhension de la décision humaine au sein des contextes complexes qui deviennent de plus en plus courants dans notre environnement économique.

Bibliographie

- Adler, P.S., Chen, C.X., 2011. Combining Creativity and Control: Understanding Individual Motivation in Large-Scale Collaborative Creativity. *Accounting, Organization and Society* 36(2), 63–85.
- Aernoudt, R., 2005. Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments. *Venture capital* 7(4), 359–371.
- Aernoudt, R., 1999. Business Angels: should they fly on their own wings? *Venture capital* 1(2), 187–195.
- Aernoudt, R., San José, A., 2003. Executive forum: early stage finance and corporate venture--two worlds apart? *Venture capital* 5(4), 277–286.
- Agor, W.H., 1986. The Logic of Intuition: How Top Executives Make Important Decisions. *Organizational Dynamics* 14(3), 5–18.
- Akinci, C., Sadler-Smith, E., 2012. Intuition in Management Research: A Historical Review. *International Journal of Management Reviews* 14(1), 104–122. doi:10.1111/j.1468-2370.2011.00313.x
- Allard-Poesi, F., 2015. Des méthodes qualitatives dans la recherche en management : Voies principales, tournants et chemins de traverse, in: *Moriceau J.-L, R., Soparnot (Ed.), Pratiques Des Méthodes Qualitatives*. EMS.
- Allard-Poesi, F., 1998. Representations and Influence Processes in Groups: Towards a Socio-Cognitive Perspective on Cognition in Organization. *Scandinavian Journal of Management* 14(4), 395–420. doi:10.1016/S0956-5221(98)00018-9
- Allard-Poesi, F., Maréchal, C.-G., 2003. Construction de l'Objet de la Recherche, in: *Méthodes de Recherche en Management*, Management Sup. DUNOD, Paris.
- Allinson, C.W., Chell, E., Hayes, J., 2000. Intuition and entrepreneurial behaviour. *European Journal of Work and Organizational Psychology* 9(1), 31–43. doi:10.1080/135943200398049
- Allinson, C.W., Hayes, J., 1996. The Cognitive Style Index: A Measure of Intuition-Analysis for Organizational Research. *Journal of Management Studies* 33(1), 119–135.
- Alvarez, S.A., Barney, J.B., 2007. Discovery and creation: alternative theories of entrepreneurial action. *Strategic Entrepreneurship Journal* 1(1-2), 11–26. doi:10.1002/sej.4
- Amit, R., Brander, J., Zott, C., 1998. Why do venture capital firms exist? theory and canadian evidence. *Journal of Business Venturing* 13(6), 441–466. doi:10.1016/S0883-9026(97)00061-X
- Aponte, S.P.D., Zapata, D.I.C., 2013. A model of organizational learning in practice. *Estudios Gerenciales* 29(129), 439–444. doi:10.1016/j.estger.2013.11.009
- Aram, J.D., 1989. Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing* 4(5), 333–347. doi:10.1016/0883-9026(89)90005-0
- Ardichvili, A., Cardozo, R., Ray, S., 2003. A theory of entrepreneurial opportunity identification and development. *Journal of Business Venturing* 18(1), 105–123. doi:10.1016/S0883-9026(01)00068-4
- Arenius, P., Clercq, D.D., 2005. A Network-based Approach on Opportunity Recognition. *Small Business Economics* 24, 249–265. doi:10.1007/s11187-005-1988-6
- Arenius, P., Minniti, M., 2005. Perceptual Variables and Nascent Entrepreneurship. *Small Business Economics* 24(3), 233–247. doi:10.1007/s11187-005-1984-x
- Armstrong, S.J., Cools, E., Sadler-Smith, E., 2012. Role of Cognitive Styles in Business and Management: Reviewing 40 Years of Research. *International Journal of Management Reviews* 14(3), 238–262. doi:10.1111/j.1468-2370.2011.00315.x

- Armstrong, S.J., Hird, A., 2009. Cognitive Style and Entrepreneurial Drive of New and Mature Business Owner-Managers. *Journal of Business and Psychology* 24(4), 419–430. doi:10.2307/27753923
- Asselineau, A., 2010. Quand un « cas d'école » d'innovation stratégique est un échec... *Revue française de gestion* n° 203(4), 71–83.
- Astebro, T., Herz, H., Nanda, R., Weber, R.A., 2014. Seeking the Roots of Entrepreneurship: Insights from Behavioral Economics. *Journal of Economics Perspectives* 28(3), 49–70.
- Audretsch, D.B., Lehmann, E.E., Paleari, S., Vismara, S., 2014. Entrepreneurial finance and technology transfer. *The Journal of Technology Transfer* 41(1), 1–9. doi:10.1007/s10961-014-9381-8
- Austin, J., Delaney, P.F., 1998. Protocol analysis as a tool for behavior analysis. *The Analysis of verbal behavior* 15, 41.
- Avdeitchikova, S., 2008. On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment role. *Venture capital* 10(1), 55–85.
- Avdeitchikova, S., Landström, H., Mansson, N., 2008. What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. *Venture capital* 10(4), 371–374.
- Avenier, M.-J., Thomas, C., 2015. Finding one's way around various methods and guidelines for doing rigorous qualitative research: A comparison of four epistemological frameworks. *Systèmes d'Information et Management* 20(1). doi:10.9876/sim.v20i1.632
- Avenier, M.-J., Thomas, C., 2012. A quoi sert l'épistémologie dans la recherche en sciences de gestion?: Un débat revisité. *Le Libellio d'Aegis* 8(4), 13–27.
- Baeyens, K., Vanacker, T., Manigart, S., 2006. Venture capitalists' selection process: the case of biotechnology proposals. *International Journal of Technology Management* 34(1-2), 28–46.
- Baldacchino, L., 2013. Entrepreneurial experience and opportunity identification : the role of intuition and cognitive versatility (phd). University of Warwick.
- Bammens, Y., Collewaert, V., 2014. Trust Between Entrepreneurs and Angel Investors: Exploring Positive and Negative Implications for Venture Performance Assessments. *Journal of Management* 40(7), 1980–2008. doi:10.1177/0149206312463937
- Bargh, J.A., Ferguson, M.J., 2000. Beyond behaviorism: On the automaticity of higher mental processes. *Psychological Bulletin* 126(6), 925–945. doi:10.1037/0033-2909.126.6.925
- Barneto, pascal, 2015. L'évaluation des projets innovants: de la déclinaison du modèle économique à l'analyse par les options, in: *Le Financement de L'innovation: Nouvelles Perspectives Théoriques et Pratiques*. p. 190.
- Baron, R.A., 2006. Opportunity Recognition as Pattern Recognition: How Entrepreneurs “Connect the Dots” to Identify New Business Opportunities. *Academy of Management Perspectives* 20(1), 104–119. doi:10.2307/4166221
- Baron, R.A., 1998. Cognitive mechanisms in entrepreneurship: Why and when entrepreneurs think differently than other people. *Journal of Business Venturing* 13(4), 275–294. doi:10.1016/S0883-9026(97)00031-1
- Baron, R.A., Ensley, M.D., 2006. Opportunity Recognition as the Detection of Meaningful Patterns: Evidence from Comparisons of Novice and Experienced Entrepreneurs. *Management Science* 52(9), 1331–1344. doi:10.2307/20110608
- Baron, R.A., Markman, G.D., 2003. Beyond social capital: the role of entrepreneurs' social competence in their financial success. *Journal of Business Venturing* 18(1), 41–60. doi:10.1016/S0883-9026(00)00069-0

- Basel, J.S., Brühl, R., 2013. Rationality and dual process models of reasoning in managerial cognition and decision making. *European Management Journal* 31(6), 745–754. doi:10.1016/j.emj.2013.07.004
- Baum, J.A.C., Silverman, B.S., 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* 19(3), 411–436. doi:10.1016/S0883-9026(03)00038-7
- Becker-Blease, J.R., Sohl, J.E., 2007. Do women-owned businesses have equal access to angel capital? *Journal of Business Venturing* 22(4), 503–521.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A., 2014. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* 29(5), 585–609. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.07.003
- Berger, A.N., Udell, G.F., 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(6-8), 613–673. doi:10.1016/S0378-4266(98)00038-7
- Bernstein, S., Korteweg, A.G., Laws, K., 2015. Attracting Early Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment (SSRN Scholarly Paper No. ID 2432044). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Bertheau, P., Gareil, G., 2015. Déterminer la valeur de l'innovation en train de se faire, c'est aussi et déjà innover. *Innovations* 47, 15–31.
- Bertoni, F., Colombo, M.G., Quas, A., 2015. The patterns of venture capital investment in Europe. *Small Business Economics* 45(3), 543–560. doi:10.1007/s11187-015-9662-0
- Bessière, V., 2015. Perception du risque et évaluation: les apports de la psychologie de la décision, in: *Le Financement de L'innovation: Nouvelles Perspectives Théoriques et Pratiques*. p. 190.
- Bessière, V., Stéphany, E., 2015a. Le financement de l'innovation: Nouvelles perspectives théoriques et pratiques, De boeck. ed.
- Bessière, V., Stéphany, E., 2015b. Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie*, 18-4. doi:10.4000/fcs.1684
- Betsch, T., Glockner, A., 2010. Intuition in Judgment and Decision Making: Extensive Thinking Without Effort. *Psychological Inquiry* 21(4), 279–294. doi:10.1080/1047840X.2010.517737
- Bhide, A., 1992. Bootstrap finance: the art of start-ups. *Harvard Business Review* 70(6), 109–117.
- Bingham, C.B., Kahl, S.J., 2013. The Process of Schema Emergence: Assimilation, Deconstruction, Unitization and the Plurality of Analogies. *Academy of Management Journal* 56(1), 14–34. doi:10.5465/amj.2010.0723
- Black, F., Scholes, M., 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81(3), 637–654.
- Blume, B.D., Covin, J.G., 2011. Attributions to intuition in the venture founding process: Do entrepreneurs actually use intuition or just say that they do? *Journal of Business Venturing* 26(1), 137–151. doi:10.1016/j.jbusvent.2009.04.002
- Bonnet, C., Wirtz, P., 2011. Investor Type, Cognitive Governance and Performance in Young Entrepreneurial Ventures: A Conceptual Framework. *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral* 1(1), 42–62.
- Bonnet, C., Wirtz, P., Haon, C., 2013. Liftoff: when strong growth is predicted by angels and fuelled by professional venture funds. *Revue de l'Entrepreneuriat* 12, 59–78.
- Bottazzi, L., Rin, M.D., Ours, J.C. van, Berglöf, E., 2002. Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy* 17, 231–269. doi:10.2307/1344676

- Bougon, M.G., Komocar, J.M., 2003. Cartographie cognitive composite. Théorie holistique et dynamique des organisations et du processus des organisations, in: *Cartes Cognitives et Organisations*, Collection Dirigée Par Alain Desreumaux et Thierry Verstraete.
- Bowdle, B.F., Wolff, P., Boronat, C., Gentner, D., 2001. Metaphor is like analogy, in: *The Analogical Mind: Perspectives from Cognitive Science*, Gentner, D., Holyoak, K.J., & Kokinov, B.N. (Eds). MIT Press, pp. 199–253.
- Brenet, P., 2005. Le Financement de l'amorçage dans les entreprises technologiques incubées. *IVème congrès de l'entrepreneuriat*, Paris- 24 et 25 Novembre 2005.
- Brettel, M., 2003. Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital* 5(3), 251–268. doi:10.1080/1369106032000122095
- Brockmann, E.N., 2011. How to Get More Out of What You Already Know: Recognizing Opportunities and Making Better Decisions Afterwards. *Journal of Marketing Development & Competitiveness* 5(2), 44–58.
- Brown, A.D., Colville, I., Pye, A., 2014. Making Sense of Sensemaking in Organization Studies. *Organization Studies*. doi:10.1177/0170840614559259
- Brush, C.G., Edelman, L.F., Manolova, T.S., 2012. Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. *Venture Capital* 14(2-3), 111–129. doi:10.1080/13691066.2012.654604
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., Wright, M., 2015. New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 9–26. doi:10.1111/etap.12143
- Burke, A., Stel, A. van, Hartog, C., Ichou, A., 2014. What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects. *Small Business Economics* 42(3), 467–484. doi:10.1007/s11187-013-9518-4
- Burke, L.A., Miller, M.K., 1999. Taking the mystery out of intuitive decision making. *Academy of Management Executive* 13(4), 91–99. doi:10.5465/AME.1999.2570557
- Busenitz, L.W., 1996. Research on Entrepreneurial Alertness. *Journal of Small Business Management* 34(4), 35–44.
- Busenitz, L.W., Barney, J.B., 1997. Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of Business Venturing* 12(1), 9–30. doi:10.1016/S0883-9026(96)00003-1
- Butler, J.V., Guiso, L., Jappelli, T., 2013. Manipulating reliance on intuition reduces risk and ambiguity aversion. CFS Working Paper.
- Bygrave, W.D., Hay, M., NG, E., Reynolds, P., 2003. Executive forum: a study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor. *Venture capital* 5(2), 101–116.
- Canet, E., Roux, L., Szpirglas, M., 2012. De la place de l'intuition dans la décision : le cas des équipes médico-sociales des conseils généraux. *Management & Avenir* , 49, 150–171.
- Cardon, M.S., Gregoire, D.A., Stevens, C.E., Patel, P.C., 2013. Measuring entrepreneurial passion: Conceptual foundations and scale validation. *Journal of Business Venturing* 28(3), 373–396. doi:10.1016/j.jbusvent.2012.03.003
- Carland, J.W., Hoy, F., Boulton, W.R., Carland, J.A.C., 1984. Differentiating Entrepreneurs from Small Business Owners: A Conceptualization. *Academy of management Review*, 9(2), 354–359. doi:10.5465/AMR.1984.4277721
- Carpentier, C., Suret, J.-M., 2015. Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing* 30(6), 808–821. doi:10.1016/j.jbusvent.2015.04.002
- Cassar, G., 2004. The financing of business start-ups. *Journal of business Venturing* 19(2), 261–263.

- Certhoux, G., Redis, J., 2011. Réussir la levée de fonds auprès des Business Angels: approche théorique et pratique. *7ème Congrès de l'Académie de L'Entrepreneuriat et de l'Innovation*.
- Cerullo, B., Sommer, B., 2002. Helping healthcare entrepreneurs: a case study of Angel Healthcare Investors, LLC. *Venture capital* 4(4), 325–330.
- Chabaud, D., Messeghem, K. 2010. Le paradigme de l'opportunité. *Revue française de gestion*, 206, 93–112.
- Chabaud, D., Ngijol, J. 2006. A Constructivist Framework For Understanding Entrepreneurial Opportunities. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 26(9). <http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol26/iss9/3>.
- Chabaud, D., Ngijol, J. 2010. Quels réseaux sociaux dans la formation de l'opportunité d'affaires ? *Revue française de gestion*, 206, 129–147.
- Chan, C.S.R., Park, H.D., 2015. How images and color in business plans influence venture investment screening decisions. *Journal of Business Venturing* 30, 732–748. doi:10.1016/j.jbusvent.2014.12.002
- Chan, Y.-S., 1983. On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *Journal of Finance* 38(5).
- Chandler, G.N., DeTienne, D.R., McKelvie, A., Mumford, T.V., 2011. Causation and effectuation processes: A validation study. *Journal of Business Venturing* 26(3), 375–390. doi:10.1016/j.jbusvent.2009.10.006
- Chaney, D., 2010. L'apport des cartes cognitives à l'analyse des représentations mentales. (French). *Recherche et Applications en Marketing* 25(2), 93–115.
- Charreaux, G., 2002. Variation sur le thème: "A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise." *Finance Contrôle Stratégie* 5 (3), 5–68.
- Chaston, I., 2009. Entrepreneurs, Intuition, and Small-Business Performance (SSRN Scholarly Paper No. ID 1586431). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Chaston, I., Sadler-Smith, E., 2012. Entrepreneurial Cognition, Entrepreneurial Orientation and Firm Capability in the Creative Industries. *British Journal of Management* 23(3), 415–432. doi:10.1111/j.1467-8551.2011.00752.x
- Chea, A.C., 2008. Entrepreneurial Venture Creation: The Application of Pattern Identification Theory to the Entrepreneurial Opportunity-Identification Process. *International Journal of Business and Management* 3(2), p.37. doi:10.5539/ijbm.v3n2P37
- Chen, X.-P., Yao, X., Kotha, S., 2009. Entrepreneur Passion and Preparedness in Business Plan Presentation: A Persuasion Analysis of Venture Capitalists' Decision. *Academy of Management Journal* 52(1), 199–214.
- Cheng, C.J., Shiu, E.C.C., 2008. Re-innovation : The construct, measurement, and validation. *Technovation* 28, 658–666.
- Chiasson, M., Saunders, C., 2005. Reconciling diverse approaches to opportunity research using the structuration theory. *Journal of Business Venturing* 20(6), 747–767. doi:10.1016/j.jbusvent.2004.07.004
- Cholakova, M., Clarysse, B., 2015. Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 145–172. doi:10.1111/etap.12139
- Cicero, D.C., Hicks, J.A., King, L.A., 2015. The Role of Positive Affect and Individual Differences in Intuition in the Accuracy of Pattern Recognition. *Imagination, Cognition and Personality* 34, 398–414. doi:10.1177/0276236615572593
- Clark, C., 2008. The impact of entrepreneurs' oral "pitch" presentation skills on business angels' initial screening investment decision. *Venture capital* 10(3), 257–279.

- Clark, S.M., Gioia, D.A., Ketchen, D.J., Thomas, J.B., 2010. Transitional Identity as a Facilitator of Organizational Identity Change during a Merger. *Administrative Science Quarterly* 55(3), 397–438. doi:10.2189/asqu.2010.55.3.397
- Clarke, I., Mackness, W., 2001. Management “Intuition”: An Interpretative Account of Structure and Content of Decision Schemas Using Cognitive Maps. *Journal of Management Studies* 38(2), 147–172. doi:10.1111/1467-6486.00232
- Clercq, D.D., Meuleman, M., Wright, M., 2012. A cross-country investigation of micro-angel investment activity: The roles of new business opportunities and institutions. *International Business Review* 21(2), 117–129.
- Coget, J.-F., Haag, C., Bonnefous, A.-M., 2009. Le rôle de l’émotion dans la prise de décision intuitive : zoom sur les réalisateurs-décideurs en période de tournage. *M@n@gement* 12(2), 118–141.
- Coget, J.-F., Haag, C., Gibson, D.E., 2011. Anger and fear in decision-making: The case of film directors on set. *European Management Journal* 29(6), 476–490. doi:10.1016/j.emj.2011.06.003
- Collewaert, V., Manigart, S., Aernoudt, R., 2010. Assessment of Government Funding of Business Angel Networks in Flanders. *Regional Studies* 44(1), 119–130.
- Colombo, M.G., Cumming, D.J., Vismara, S., 2014. Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer* 41(1), 10–24. doi:10.1007/s10961-014-9380-9
- Colombo, M.G., Franzoni, C., Rossi-Lamastra, C., 2015. Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 75–100. doi:10.1111/etap.12118
- Cools, E., De Pauw, A.-S., Vanderheyden, K., 2011. Cognitive Style in an International Perspective: Cross Validation of the Cognitive Style Indicator (CoSI). *Psychological Reports* 109(1), 59–72. doi:10.2466/04.09.11.PR0.109.4.59-72
- Cools, E., Van den Broeck, H., 2007. Development and Validation of the Cognitive Style Indicator. *Journal of Psychology* 141(4), 359–387.
- Cope, J., 2011. Entrepreneurial learning from failure: An interpretative phenomenological analysis. *Journal of Business Venturing* 26(6), 604–623. doi:10.1016/j.jbusvent.2010.06.002
- Corbett, A.C., 2005. Experiential Learning Within the Process of Opportunity Identification and Exploitation. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(4), 473–491. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00094.x
- Corbin, J.M., Strauss, A., 1990. Grounded theory research: Procedures, canons, and evaluative criteria. *Qualitative Sociology* 13(1), 3–21. doi:10.1007/BF00988593
- Corley, K.G., Gioia, D.A., 2011. Building Theory about Theory Building: What Constitutes a Theoretical Contribution? *Academy of Management Review*, 36(1), 12–32.
- Corley, K.G., Gioia, D.A., 2004. Identity Ambiguity and Change in the Wake of a Corporate Spin-off. *Administrative Science Quarterly* 49(2), 173–208. doi:10.2307/4131471
- Cornelissen, J.P., 2005. Beyond Compare: Metaphor In Organization Theory. *Academy of Management Review*, 30(4), 751–764. doi:10.5465/AMR.2005.18378876
- Cornelissen, J.P., Clarke, J.S., 2010. Imagining and Rationalizing Opportunities: Inductive Reasoning and the Creation and Justification of New Ventures. *Academy of Management Review* 35(4), 539–557. doi:10.5465/AMR.2010.53502700
- Cornelissen, J.P., Clarke, J.S., Cienki, A., 2012. Sensegiving in entrepreneurial contexts: The use of metaphors in speech and gesture to gain and sustain support for novel business ventures. *International Small Business Journal* 30(3), 213–241. doi:10.1177/0266242610364427

- Cornelissen, J.P., Holt, R., Zundel, M., 2011. The Role of Analogy and Metaphor in the Framing and Legitimization of Strategic Change. *Organization Studies* 32(12), 1701–1716. doi:10.1177/0170840611425729
- Cosh, A., Cumming, D., Hughes, A., 2009. Outside Entrepreneurial Capital. *Economic Journal* 119, 1494–1533. doi:10.1111/j.1468-0297.2009.02270.x
- Costa, S.F., Santos, S.C., Caetano, A., 2013. Prototypical dimensions of business opportunity in early stages of the entrepreneurial process. *Rev. psicol. organ. trab* 13(3), 265–278.
- Crompton, J.L., 1983. Recreation Vouchers: A Case Study in Administrative Innovation and Citizen Participation. *Public Administration Review* 43(6), 537–546. doi:10.2307/975921
- Crossan, M.M., Lane, H.W., White, R.E., 1999. An Organizational Learning Framework: From Intuition to Institution. *Academy Management Review*, 24(3), 522–537. doi:10.5465/AMR.1999.2202135
- Cumming, D., 2007. Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing* 22(2), 193–235. doi:10.1016/j.jbusvent.2005.12.002
- Cumming, D., Johan, S., 2008. Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship* 7(1), 26–56. doi:10.1007/s10843-008-0030-x
- Cumming, D.J., Vismara, S., 2016a. De-Segmenting Research in Entrepreneurial Finance (SSRN Scholarly Paper No. ID 2740453). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Cumming, D.J., Vismara, S., 2016b. A Research Journey into Entrepreneurial Finance (SSRN Scholarly Paper No. ID 2739714). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Cunliffe, A.L., Alcadipani, R., 2016. The Politics of Access in Fieldwork Immersion, Backstage Dramas, and Deception. *Organizational Research Methods* 1094428116639134. doi:10.1177/1094428116639134
- Daft, R., 1987. A Dual-Core Model of Organizational Innovation. *Academy of Management Journal* 21(2), 193–210.
- Daft, R.L., Weick, K.E., 1984. Toward a Model of Organizations as Interpretation Systems. *The Academy of Management Review* 9(2), 284–295. doi:10.2307/258441
- Dahaene, S., 2009. Conscious and Nonconscious Processes: Distinct Forms of Evidence Accumulation? Presented at the Séminaire Poincaré XII, pp. 89–114.
- Dahiya, S., Ray, K., 2012. Staged investments in entrepreneurial financing. *Journal of Corporate Finance* 18(5), 1193–1216. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.07.002
- Damanpour, F., 1989. The Relationship Between Types of Innovation and Organizational Performance. *Journal of Management Studies* 26(6), 587–601.
- Dane, E., Pratt, M.G., 2009. Conceptualizing and measuring intuition: a review of recent trend. *International Review Of Industrial And Organizational Psychology* 24, 1–40.
- Dane, E., Pratt, M.G., 2007. Exploring Intuition and Its Role in Managerial Decision Making. *The Academy of Management Review* 32(1), 33–54. doi:10.2307/20159279
- Dane, E., Pratt, M.G., 2004. Intuition: Its Boundaries and Role in Organizational Decision-Making. *Academy of Management Proceedings* 2004, A1–A6. doi:10.5465/AMBPP.2004.13862713
- Danziger, S., Moran, S., Rafaely, V., 2006. The Influence of Ease of Retrieval on Judgment as a Function of Attention to Subjective Experience. *Journal of Consumer Psychology* 16(2), 191–195. doi:10.1207/s15327663jcp1602_9
- De Bettignies, J.-E., Brander, J.A., 2007. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing* 22(6), 808–832. doi:10.1016/j.jbusvent.2006.07.005

- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., Klaes, M., 2012. A framework for European crowdfunding. European Crowdfunding Network (ECN), available at www.europecrowdfunding.org/european_crowdfunding_framework.
- DeBondt, W.F.M., Mayoral, R., Vallelado, T., 2012. Behavioral Decision-Making in Finance: An Overview and Assessment of Selected Research (SSRN Scholarly Paper No. ID 2234989). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Denis, D.J., 2004. Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance* 10, 301–326.
- Der Foo, M., Kam Wong, P., Ong, A., 2005. Do others think you have a viable business idea? Team diversity and judges' evaluation of ideas in a business plan competition. *Journal of Business Venturing* 20(3), 385–402. doi:10.1016/j.jbusvent.2004.04.001
- DeTienne, D.R., Chandler, G.N., 2007. The Role of Gender in Opportunity Identification. *Entrepreneurship: Theory & Practice* 31(3), 365–386. doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00178.x
- Dew, N., Grichnik, D., Mayer-Haug, K., Read, S., Brinckmann, J., 2015. Situated Entrepreneurial Cognition. *International Journal of Management Reviews* 17(2), 143–164. doi:10.1111/ijmr.12051
- Dew, N., Read, S., Sarasvathy, S.D., Wiltbank, R., 2009. Effectual versus predictive logics in entrepreneurial decision-making: Differences between experts and novices. *Journal of Business Venturing* 24(4), 287–309. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.02.002
- Dew, N., Read, S., Sarasvathy, S.D., Wiltbank, R., 2008. Outlines of a behavioral theory of the entrepreneurial firm. *Journal of Economic Behavior & Organization* 66(1), 37–59. doi:10.1016/j.jebo.2006.10.008
- Dijksterhuis, A., 2004. Think Different: The Merits of Unconscious Thought in Preference Development and Decision Making. *Journal of Personality and Social Psychology* 87(5), 586–598. doi:10.1037/0022-3514.87.5.586
- Dijksterhuis, A., van Olden, Z., 2006. On the benefits of thinking unconsciously: Unconscious thought can increase post-choice satisfaction. *Journal of Experimental Social Psychology* 42(5), 627–631. doi:10.1016/j.jesp.2005.10.008
- Dijkstra, K.A., Pligt, J., Kleef, G.A., 2013. Deliberation Versus Intuition: Decomposing the Role of Expertise in Judgment and Decision Making. *Journal of Behavioral Decision Making* 26(3), 285–294. doi:10.1002/bdm.1759
- Dijkstra, K.A., van der Pligt, J., van Kleef, G.A., Kerstholt, J.H., 2012. Deliberation versus intuition: Global versus local processing in judgment and choice. *Journal of Experimental Social Psychology* 48(5), 1156–1161. doi:10.1016/j.jesp.2012.05.001
- Dimov, D., 2007. From Opportunity Insight to Opportunity Intention: The Importance of Person-Situation Learning Match. *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(4), 561–583. doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00188.x
- Ding, Z., Au, K., Chiang, F., 2015. Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. *Journal of Business Venturing* 30(2), 307–321. doi:10.1016/j.jbusvent.2014.08.003
- Douglas, E.J., Shepherd, D., 2002. Exploring investor readiness: Assessments by entrepreneurs and investors in Australia. *Venture Capital* 4(3), 219–236. doi:10.1080/13691060213713
- Dubocage, E., 2006. L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme. *Vie & sciences de l'entreprise* 173(4), 9–18. doi:10.3917/vse.173.0009
- Dumez, H., 2012a. Les trois risque épistémologiques de la recherche qualitative. *Le Libellio d'Aegis* 8, 29–33.

- Dumez, H., 2012b. Qu'est-ce que l'abduction, et en quoi peut-elle avoir un rapport avec la recherche qualitative ? *Le Libellio d'Aegis* 8, 3–9.
- Dumez, H., 2011. Qu'est-ce que la recherche qualitative ? *Le Libellio d'Aegis* 7, 47–58.
- Dutta, D.K., Crossan, M.M., 2005. The Nature of Entrepreneurial Opportunities: Understanding the Process Using the 4I Organizational Learning Framework. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(4), 425–449. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00092.x
- Eban (European business angel network), 2009. Introduction to business angels and business angels network activities in Europe. www.eban.org.
- Elbanna, S., Child, J., Dayan, M., 2013. A Model of Antecedents and Consequences of Intuition in Strategic Decision-making: Evidence from Egypt. *Long Range Planning* 46(1-2), 149–176. doi:10.1016/j.lrp.2012.09.007
- Elsbach, K.D., Barr, P.S., Hargadon, A.B., 2005. Identifying Situated Cognition in Organizations. *Organization Science* 16(4), 422–433. doi:10.1287/orsc.1050.0138
- Elsbach, K.D., Kramer, R.M., 2003. Assessing Creativity in Hollywood Pitch Meetings: Evidence for a Dual-Process Model of Creativity Judgments. *Academy of Management Journal* 46(3), 283–301. doi:10.2307/30040623
- Emery, F.E., Trist, E.L., 2008. The Causal Texture of Organizational Environments (1965), in: ORGANIZATION CHANGE: A COMPREHENSIVE READER. W. Warner Burke, Dale G. Lake, Jill Waymire Paine, p. 1016.
- Emsley, D., Chung, L.H., 2010. How Management Accountants' Cognitive Style and Role Involvement Combine to Affect the Effort Devoted to Initiating Change. *Abacus* 46(3), 232–257. doi:10.1111/j.1467-6281.2010.00318.x
- Endsley, M.R., 2001. Designing for Situation Awareness in Complex System. Proceedings of the Second international workshop on symbiosis of humans, artifacts and environment.
- Engel, C., 2007. Institutions for Intuitive Man (SSRN Scholarly Paper No. ID 1015765). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Epstein, S., 2010. Demystifying Intuition: What It Is, What It Does, and How It Does It. *Psychological Inquiry* 21(4), 295–312. doi:10.1080/1047840X.2010.523875
- Epstein, S., 2003. Cognitive-Experiential Self-Theory of Personality., in: Handbook of Psychology. p. 263.
- Epstein, S., 1994. Integration of the cognitive and the psychodynamic unconscious. *American Psychologist* 49(8), 709–724. doi:10.1037/0003-066X.49.8.709
- Epstein, S., Pacini, R., Denes-Raj, V., Heier, H., 1996. Individual differences in intuitive–experiential and analytical–rational thinking styles. *Journal of Personality and Social Psychology* 71(2), 390–405. doi:10.1037/0022-3514.71.2.390
- Ericsson, K.A., 2002. Towards a procedure for eliciting verbal expression of non-verbal experience without reactivity: interpreting the verbal overshadowing effect within the theoretical framework for protocol analysis. *Applied Cognitive Psychology*. 16(8), 981–987. doi:10.1002/acp.925
- Erikson, T., 2007. Discriminating “Schumpeterian” from “Austrian” informal investors—an empirical assessment. *Journal of International Entrepreneurship* 5(1-2), 1–10. doi:10.1007/s10843-007-0005-3
- Erikson, T., Sørheim, R., Reitan, B., 2003. Family Angels vs. Other Informal Investors. *Family Business Review* 16(3), 163–171. doi:10.1177/08944865030160030201
- Ernest&Young, 2007. Etude sur le financement des jeunes entreprises technologiques par les business angels en France.
- Ethier, S., 2014. Épistémologie de l'intuition.
- Etzion, D., Ferraro, F., 2010. The Role of Analogy in the Institutionalization of Sustainability Reporting. *Organization Science* 21(5), 1092–1107. doi:10.1287/orsc.1090.0494

- European Private Equity and Venture Capital Association, 2014. 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study.
- Fallery, B., Rodhain, F., 2007. Quatre approches pour l'analyse de données textuelles: lexicale, linguistique, cognitive, thématique., in: XVI Ème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique AIMS. AIMS, Montréal, Canada, p. pp 1-16.
- Farrell, E., Howorth, C., Wright, M., 2008. A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. *Venture capital* 10(4), 331–353.
- Fathi, E.-T., Gailly, B., 2003. La structure financière des PME de la haute technologie. *ECON Discussion Papers* ; 2003/103.
- Fayolle, A. 2010. Organisation entrepreneuriale et orientation vers les opportunités. *Revue française de gestion*, (206): 149–169.
- Feeney, L., Haines JR, G.H., Riding, A.L., 1999. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture capital* 1(2), 121–145.
- Ferrary, M., 2006. Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque. *Revue française de gestion* 32(163), 171–182. doi:10.3166/rfg.163.171-182
- Ferreira, M.B., Garcia-Marques, L., Sherman, S.J., Sherman, J.W., 2006. Automatic and controlled components of judgment and decision making. *Journal of Personality and Social Psychology* 91(5), 797–813. doi:10.1037/0022-3514.91.5.797
- Festel, G.W., De Cleyn, S.H., 2013. Founding angels as an emerging subtype of the angel investment model in high-tech businesses. *Venture Capital* 15(3), 261–282. doi:10.1080/13691066.2013.807059
- Fiet, J.O., 1995. Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets. *Journal of Management Studies* 32(4), 551–574. doi:10.1111/j.1467-6486.1995.tb00788.x
- Fiet, J.O., Piskounov, A., Patel, P.C., 2005. Still Searching (Systematically)1 for Entrepreneurial Discoveries. *Small Business Economics* 25(5), 489–504. doi:10.1007/s11187-004-2277-5
- Fisher, G., 2012. Effectuation, Causation, and Bricolage: A Behavioral Comparison of Emerging Theories in Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice* 36(5), 1019–1051. doi:10.1111/j.1540-6520.2012.00537.x
- Forbes, D.P., 2005. Are some entrepreneurs more overconfident than others? *Journal of Business Venturing* 20(5), 623–640. doi:10.1016/j.jbusvent.2004.05.001
- Foss, N.J., Klein, P.G., 2012. Organizing Entrepreneurial Judgment: A New Approach to the Firm. Cambridge University Press.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., Henkel, J., 2006. What you are is what you like—similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams. *Journal of Business Venturing* 21(6), 802–826. doi:10.1016/j.jbusvent.2005.07.001
- Frantz, R., 2003. Herbert Simon. Artificial intelligence as a framework for understanding intuition. *Journal of Economic Psychology* 24(2), 265–277. doi:10.1016/S0167-4870(02)00207-6
- Fray, A.-M., Soparnot, R., 2007. La RSE comme levier de changements organisationnels : une analyse des représentations. Le cas du secteur social. (French). *Gestion 2000* 24(6), 163–178.
- Freear, J., Sohl, J.E., Wetzell, W., 1994. Angels on angels: financing technology-based ventures--a historical perspective. *Venture capital* 4(4), 275–287.
- Fried, V.H., Hisrich, R.D., 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management* 23(3), 28–37.
- Gaglio, C.M., Katz, J.A., 2001. The Psychological Basis of Opportunity Identification: Entrepreneurial Alertness. *Small Business Economics* 16(2), 95–111. doi:10.1023/A:1011132102464

- Gallen, C., 2005. Le rôle des représentations mentales dans le processus de choix, une approche pluridisciplinaire appliquée au cas des produits alimentaires. (French). *Recherche et Applications en Marketing (AFM c/o ESCP-EAP)* 20, 59–76.
- Garcia, R., Calantone, R., 2002. A critical look at technological innovation typology and innovativeness terminology: a literature review. *Journal of Product Innovation Management* 19(2), 110–132. doi:10.1111/1540-5885.1920110
- Garmaise, M.J., 2001. Informed Investors and the Financing of Entrepreneurial Projects (SSRN Scholarly Paper No. ID 263162). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Garreau, L., Bandeira-De-Mello, R., 2008. Possibilités et pièges liés à l'utilisation des logiciels dans le processus d'analyse au travers de la théorie enracinée. Presented at the Conférence AIMS, p. .
- Gary, J., 1993. Constraints on the Adoption of Psychology-based Personnel Practices : Lessons from Organizational Innovation. *Personnel Psychology* 46, 569–592.
- Gaston, R.J., 1989. The scale of informal capital markets. *Small Business Economics* 1(3), 223–230. doi:10.1007/BF00401859
- Gavetti, G., Rivkin, J.W., 2005. How strategists really think : Tapping the power of analogy. *Harvard Business Review*. Avril.
- Gendre-Aegerter, D., 2008. La Perception Des Dirigeants de PME à l'égard de la Responsabilité Sociale de leur Entreprise: Une Approche par la Cartographie Cognitive. Thèse présentée à la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse)
- Gentner, D., 1983. Structure-Mapping: A Theoretical Framework for Analogy*. *Cognitive Science* 7(2), 155–170. doi:10.1207/s15516709cog0702_3
- Gentner, D., Gunn, V., 2001. Structural alignment facilitates the noticing of differences. *Memory & Cognition* 29(4), 565–577. doi:10.3758/BF03200458
- Gentner, D., Holyoak, K.J., 1997. Reasoning and learning by analogy: Introduction. *American Psychologist* 52(1), 32–34. doi:10.1037/0003-066X.52.1.32
- Gentner, D., Kurtz, K.J., 2006. Relations, Objects, and the Composition of Analogies. *Cognitive Science* 30, 609–642.
- Gentner, D., Markman, A.B., 1997. Structure mapping in analogy and similarity. *American Psychologist* 52, 45–56. doi:10.1037/0003-066X.52.1.45
- Gentner, D., Rattermann, M.J., Forbus, K.D., 1993. The Roles of Similarity in Transfer: Separating Retrievability From Inferential Soundness. *Cognitive Psychology* 25(4), 524–575. doi:10.1006/cogp.1993.1013
- Gentner, D., Smith, L., 2012. Analogical reasoning. *Encyclopedia of human behavior* 2, 130-136.
- George, N.M., Parida, V., Lahti, T., Wincent, J., 2014. A systematic literature review of entrepreneurial opportunity recognition: insights on influencing factors. *International Entrepreneurship and Management Journal* 12(2), 1–42. doi:10.1007/s11365-014-0347-y
- Germain, O. 2010. Quand l'opportunité rencontre la stratégie. *Revue française de gestion*, (206): 171–187.
- Germain, O., Lacolley, J.-L. 2010. Une écologie des opportunités. *Revue française de gestion*, (206): 189–196.
- Gioia, D.A., Chittipeddi, K., 1991. Sensemaking and sensegiving in strategic change initiation. *Strategic Management Journal* 12(6), 433–448. doi:10.1002/smj.4250120604

- Gioia, D.A., Corley, K.G., Hamilton, A.L., 2013. Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research Notes on the Gioia Methodology. *Organizational Research Methods* 16(1), 15–31. doi:10.1177/1094428112452151
- Giordano, Y., 2003. Les spécificités des recherches qualitatives, in: *Conduire Un Projet de Recherche: Une Perspective Qualitative*. France.
- Giordano, Y., Musca, G., 2012. Les alpinistes dans l'imprévu. *Revue française de gestion* 225(6), 83–107.
- Glöckner, A., Witteman, C., 2010. Beyond dual-process models: A categorisation of processes underlying intuitive judgement and decision making. *Thinking & Reasoning* 16(1), 1–25. doi:10.1080/13546780903395748
- Gobet, F., Simon, H.A., 1996. The Roles of Recognition Processes and Look-Ahead Search in Time-Constrained Expert Problem Solving: Evidence from Grand-Master-Level Chess. *Psychological Science* 7(1), 52–55.
- Gompers, P., Lerner, J., 2001. The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives* 15(2), 145–168.
- Gompers, P.A., 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance* 50(5), 1461–1489. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x
- Grandori, A., 2010. A rational heuristic model of economic decision making. *Rationality and Society* 22(4), 477–504. doi:10.1177/1043463110383972
- Grandval, S., Soparnot, R., 2007. L'intuition managériale : une aptitude ésotérique ? XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique.
- Granovetter, M., 1985. Economics action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology* 91(3), 481–410.
- Granovetter, M., 1983. The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited. *Sociological Theory* 1, 201–233.
- Grégoire, D., Koning, A. de, Oviatt, B., 2008. Do VCs Evaluate “Live” Presentations Like They Evaluate Business Plans? *Frontiers of Entrepreneurship Research* 28(3).
- Grégoire, D.A., Barr, P.S., Shepherd, D.A., 2010. Cognitive Processes of Opportunity Recognition: The Role of Structural Alignment. *Organization Science* 21(2), 413–431. doi:10.1287/orsc.1090.0462
- Grégoire, D.A., Shepherd, D.A., 2012. Technology-Market Combinations and the Identification of Entrepreneurial Opportunities: An Investigation of the Opportunity-Individual Nexus. *Academy of Management Journal* 55(4), 753–785. doi:10.5465/amj.2011.0126
- Gruber, M., Kim, S.M., Brinckmann, J., 2015. What is an Attractive Business Opportunity? An Empirical Study of Opportunity Evaluation Decisions by Technologists, Managers, and Entrepreneurs. *Strategic Entrepreneurship Journal* 9(3), 203–225. doi:10.1002/sej.1196
- Guarnelli, J., Lebraty, J.-F., 2014. Décider en situation : un état de l'art. Colloques de l'Association Information et Management (AIM). Le Management à l'épreuve des Systèmes d'Information : enjeux, défis et perspectives, Aix en Provence, France.
- Guarnelli, J., Lebraty, J.-F., Pastorelli, I., 2011. Du nuage à la cascade : une vision pessimiste des processus décisionnels. *Management & Avenir* 41(1), 156–169. doi:10.3917/mav.041.0156
- Hall, J., Hofer, C.W., 1993. Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing* 8(1), 25–42. doi:10.1016/0883-9026(93)90009-T
- Harrison, R., 2013. Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera? *Venture Capital* 15(4), 283–287. doi:10.1080/13691066.2013.852331

- Harrison, R., Dibben, M.R., Mason, C.M., 1997. The Role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice* 21(4).
- Harrison, R.T., Don, G., Johnston, K.G., Greig, M., 2010. The early-stage risk capital market in Scotland since 2000: issues of scale, characteristics and market efficiency. *Venture capital* 12(3), 211–239.
- Harrison, R.T., Mason, C., Smith, D., 2015. Heuristics, learning and the business angel investment decision-making process. *Entrepreneurship & Regional Development* 27(9-10), 527–554. doi:10.1080/08985626.2015.1066875
- Harrison, R.T., Mason, C.M., 2000. Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture capital* 2(3), 223–242.
- Harteis, C., Gruber, H., 2008. Intuition and Professional Competence: Intuitive Versus Rational Forecasting of the Stock Market. *Vocations and Learning* 1(1), 71–85. doi:10.1007/s12186-007-9000-z
- Hayashi, A.M., 2001. When to TRUST Your GUT. *Harvard Business Review* 79(2), 59–65.
- Hayes, J., 2003. Further reflections on the nature of intuition-analysis and the construct validity of the Cognitive Style Index. *Journal of Occupational & Organizational Psychology* 76(2), 269.
- Hayes, J., Allinson, C.W., 1994. Cognitive Style and its Relevance for Management Practice. *British Journal of Management* 5(1), 53.
- Hellmann, T.F., Schure, P., Vo, D., 2015. Angels and Venture Capitalists: Substitutes or Complements? (SSRN Scholarly Paper No. ID 2602739). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Hensman, A., Sadler-Smith, E., 2011. Intuitive decision making in banking and finance. *European Management Journal* 29(1), 51–66. doi:10.1016/j.emj.2010.08.006
- Heukamp, F.H., Liechtenstein, H., Wakeling, N., 2007. Do Business Angels Alter the Risk-Return Equation in Early Stage Investments? *Journal of Private Equity* 10(3), 67–86.
- Highhouse, S., 1994. A verbal protocol analysis of choice under ambiguity. *Journal of Economic Psychology* 14(4), 621–635.
- Hill, R.C., Levenhagen, M., 1995. Metaphors and Mental Models: Sensemaking and Sensegiving in Innovative and Entrepreneurial Activities. *Journal of Management* 21(6), 1057.
- Hisrich, R.D., Jankowicz, A.D., 1990a. Intuition in venture capital decisions: An exploratory study using a new technique. *Journal of Business Venturing* 5(1), 49–62. doi:10.1016/0883-9026(90)90026-P
- Hlady-Rispal, M., Jouison-Laffitte, E., 2014. Qualitative Research Methods and Epistemological Frameworks: A Review of Publication Trends in Entrepreneurship. *Journal of Small Business Management* 52(4), 594–614. doi:10.1111/jsbm.12123
- Hodgkinson, G.P., Clarke, I., 2007. Conceptual note: Exploring the cognitive significance of organizational strategizing: A dual-process framework and research agenda. *Human Relations* 60, 243–255. doi:10.1177/0018726707075297
- Hodgkinson, G.P., Langan-Fox, J., Sadler-Smith, E., 2008. Intuition: A fundamental bridging construct in the behavioural sciences. *British Journal of Psychology* 99(1), 1–27. doi:10.1348/000712607X216666
- Hodgkinson, G.P., Sadler-Smith, E., Burke, L.A., Claxton, G., Sparrow, P.R., 2009. Intuition in Organizations: Implications for Strategic Management. *Long Range Planning* 42(3), 277–297. doi:10.1016/j.lrp.2009.05.003
- Hogarth, R.M., 2010. Intuition: A Challenge for Psychological Research on Decision Making. *Psychological Inquiry* 21(4), 338–353. doi:10.1080/1047840X.2010.520260

- Hoppe, H.-H., 2007. The Limits of Numerical Probability: Frank H. Knight and Ludwig von Mises and The Frequency Interpretation. *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 10(1), 1–20. doi:10.1007/s12113-007-9005-3
- Hsu, D.K., Haynie, J.M., Simmons, S.A., McKelvie, A., 2014. What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital* 16(1), 1–25. doi:10.1080/13691066.2013.825527
- Huang, L., 2012. A Theory of Investor Gut Feel: A Test of the Impact of Gut Feel on Entrepreneurial Investment Decisions. Thesis in University of California, Irvine.
- Huang, L., Pearce, J.L., 2015. Managing the Unknowable The Effectiveness of Early-stage Investor Gut Feel in Entrepreneurial Investment Decisions. *Administrative Science Quarterly* 60(4), 634–670. doi:10.1177/0001839215597270
- Inbar, Y., Cone, J., Gilovich, T., 2010. People's intuitions about intuitive insight and intuitive choice. *Journal of Personality and Social Psychology* 99(2), 232–247. doi:10.1037/a0020215
- Isaack, T.S., 1978. Intuition: An Ignored Dimension of Management. *Academy of Management Review* 3(4), 917–922. doi:10.5465/AMR.1978.4289310
- Isenberg, D.J., 1986. Thinking and Managing: A Verbal Protocol Analysis of Managerial Problem Solving. *Academy of Management Journal* 29(4), 775–788. doi:10.2307/255944
- Jaskyte, K., 2011. Predictors of Administrative and Technological Innovations in Nonprofit Organizations. *Public Administration Review* 71(1), 77–86. doi:10.1111/j.1540-6210.2010.02308.x
- Jensen, M., 2002. Angel investors: opportunity amidst chaos. *Venture capital* 4(4), 295–304.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Journé, B., 2012. Collecter les données par l'observation, in: *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion: Réussir son mémoire ou sa thèse*. France, p. 415.
- Kahneman, D., 2003a. Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *American Economic Review* 93(5), 1449–1475.
- Kahneman, D., 2003b. A perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality. *American Psychologist* 58(9), 697–720. doi:10.1037/0003-066X.58.9.697
- Kahneman, D., Frederick, S., 2001. Representativeness revisited: Attribute Substitution in intuitive Judgment; To appear in: T. Gilovich, D. Griffin and D. Kahneman (Eds) *Heuristics of Intuitive Judgment: Extensions and Applications* New York: Cambridge University Press (2002).
- Kahneman, D., Klein, G., 2009. Conditions for intuitive expertise: A failure to disagree. *American Psychologist* 64(6), 515–526. doi:10.1037/a0016755
- Kammoun, M., Ben Boubaker Gherib, J., 2008. L'intuition et la prise de décision stratégique dans les PME. Conférence Internationale de Management Stratégique.
- Kasmire, J., Korhonen, J.M., Nikolic, I., 2012. How radical is radical innovation? An outline for a computational approach. *Energy Procedia* 20, 346–353.
- Keane, M.T., Ledgeway, T., Duff, S., 1994. Constraints on Analogical Mapping: A Comparison of Three Models. *Cognitive Science* 18(3), 387–438. doi:10.1207/s15516709cog1803_2
- Kelly, P., Hay, M., 2003. Business angel contracts: the influence of context. *Venture Capital* 5(4), 287–312.
- Kerr, W.R., Lerner, J., Schoar, A., 2014. The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. *Review of Financial Studies*. 27(1), 20–55. doi:10.1093/rfs/hhr098

- Kerr, W.R., Nanda, R., Rhodes-Kropf, M., 2014. Entrepreneurship as Experimentation. *Journal of Economics Perspectives* 28(3), 25–48.
- Kester, W.C., 1984. Today's options for tomorrow's growth. *Harvard Business Review* 62, 153–160.
- Khan, A.M., 1987. Modelling venture capital investments. *Technovation* 6(1), 25–35. doi:10.1016/0166-4972(87)90036-8
- Khatri, N., Ng, H.A., 2000. The Role of Intuition in Strategic Decision Making. *Human Relations* 53(1), 57–86. doi:10.1177/0018726700531004
- Kim, W.C., Mauborgne, R., 2005. Value innovation: a leap into the blue ocean. *Journal of Business Strategy* 26(4), 22–28. doi:10.1108/02756660510608521
- Kirsch, D., Goldfarb, B., Gera, A., 2009. Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal* 30(5), 487–515.
- Kirton, M., 1976. Adaptors and innovators: A description and measure. *Journal of Applied Psychology* 61(5), 622–629. doi:10.1037/0021-9010.61.5.622
- Klein, G., 2008. Naturalistic Decision Making. *Human Factors: The Journal of the Human Factors and Ergonomics Society* 50(3), 456–460. doi:10.1518/001872008X288385
- Klein, G.A., 1993. A recognition-primed decision (RPD) model of rapid decision making, in: Klein, G.A., Orasanu, J., Calderwood, R., Zsombok, C.E. (Eds.), *Decision Making in Action: Models and Methods*. Ablex Publishing, Westport, CT, US, pp. 138–147.
- Klein, H.K., Myers, M.D., 1999. A Set of Principles for Conducting and Evaluating Interpretive Field Studies in Information Systems. *MIS Quarterly* 23(1), 67–93. doi:10.2307/249410
- Klein, P.G., Siegel, D.S., Wilson, N., Wright, M., 2014. The Effects of Alternative Investments on Entrepreneurship, Innovation, and Growth. *Managerial and Decision Economics*. 35(2), 67–72. doi:10.1002/mde.2644
- Koberg, C.S., Detienne, D.R., Heppard, K.A., 2003. An empirical test of environmental, organizational, and process factors affecting incremental and radical innovation. *The Journal of High Technology Management Research* 14, 21–45.
- Krueger, N.F., 2007. What Lies Beneath? The Experiential Essence of Entrepreneurial Thinking. *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(1), 123–138. doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00166.x
- Kurtz, K.J., Miao, C.-H., Gentner, D., 2001. Learning by analogical bootstrapping. *The Journal of the Learning Sciences* 10(4), 417–446.
- Kwon, S.-W., Arenius, P., 2010. Nations of entrepreneurs: A social capital perspective. *Journal of Business Venturing* 25(3), 315–330. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.10.008
- La Pira, F., 2011. Entrepreneurial intuition, an empirical approach. *Journal of Management and Marketing Research* 6, 1–22.
- Lahti, T., 2011. Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital* 13(2), 147–173. doi:10.1080/13691066.2011.600282
- Landström, H., 1998. Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals. *Technovation* 18(5), 321–333. doi:10.1016/S0166-4972(98)00001-7
- Landström, H., 1995. A Pilot Study on the Investment Decision-Making Behavior of Informal Investor in Sweden. *Journal of Small Business Management* 33(3), 67–76.
- Langlois, R.N., 1982. Subjective Probability and Subjectives Economics. *Economic Research Report*, New York University.
- Larkin, M., Watts, S., Clifton, E., 2006. Giving voice and making sense in interpretative phenomenological analysis. *Qualitative Research in Psychology* 3(2), 102–120. doi:10.1191/1478088706qp062oa

- Laroche, H., Nioche, J.-P., 2006. L'approche cognitive de la stratégie d'entreprise. *Revue française de gestion* 160(1), 81–105. doi:10.3166/rfg.160.81-108
- Latham, S., Tello, S.F., 2014. Examining Entrepreneurs' Presentation Effectiveness in Generating Stakeholder Interest: Observations From the Medical Device Industry. *Journal of Small Business Management*. 54(1). doi:10.1111/jsbm.12132
- Le Moign, C., 2012. Renforcer l'amorçage. *La Note d'Analyse* N°265.
- Lebraty, J., Lebraty, J.-F., 2007. Un leader doit-il toujours dire la vérité pour justifier ses choix ?, in: *Economica* (Ed.), *Connaissance et Management*. *Economica*, p. 271–279.
- Lebraty, J.-F., 2007. Décision et Intuition : un état des lieux. *Education & Management*. 33. 33–37.
- Lebraty, J.-F., Lebraty, J., 2010. Décision en situation, holisme et complexité, in: *Les organisations ont leurs raisons que la raison n'ignore pas... - La rationalité managériale en recherches - Mélanges en l'honneur de Jacques Rojot*, ESKA (ed), p.137–150.
- Lehmann-ortega, L., Moingeon, B., 2010. Lever l'incertitude sur les conséquences de l'innovation stratégique. *Revue française de gestion*. 203(4), 57–70.
- Lerner, J., 1994. The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management* 23(3), 16–27.
- Lerner, J., Watson, B., 2008. The public venture capital challenge: the Australian case; Venture Capital. *Venture capital* 10(1), 1–20.
- Levie, J., Gimmon, E., 2008. Mixed signals: why investors may misjudge first time high technology venture founders. *Venture capital* 10(3), 233–256.
- Levratto, N., Tessier, L., 2016. Business angels et performance des entreprises : une analyse empirique sur données françaises. *Innovations*. 49, p.141–176.
- Lipper, G., Sommer, B., 2002. Encouraging angel capital: what the US States are Doing. *Venture capital* 4(4), 357–362.
- Lipshitz, R., Klein, G., Orasanu, J., Salas, E., 2001. Taking stock of naturalistic decision making. *Journal of Behavioral Decision Making* 14(5), 331–352. doi:10.1002/bdm.381
- Lipshitz, R., Shulimovitz, N., 2007. Intuition and Emotion in Bank Loan Officers' Credit Decisions. *Journal of Cognitive Engineering and Decision Making* 1(2), 212–233. doi:10.1518/155534307X232857
- Lipshitz, R., Strauss, O., 1997. Coping with Uncertainty: A Naturalistic Decision-Making Analysis. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 69(2), 149–163. doi:10.1006/obhd.1997.2679
- Liu Tingchi, M., Chen Po Chang, B., 2007. Business Angel Investment in the China Market. *Singapore Management Review* 29(2), 89–101.
- Lo, J.-J., Wang, Y.-J., 2012. Development of an Adaptive EC Website With Online Identified Cognitive Styles of Anonymous Customers. *International Journal of Human-Computer Interaction* 28(9), 560–575. doi:10.1080/10447318.2011.629952
- Löfström, E., 2008. Cognitive style and experiences of working environment in small and medium-sized enterprises. *Studies for the Learning Society* 1(1), 49–61.
- Ludvigsen, J., 2009. Decision time in Belgium: an experiment as to how business angels evaluate investment opportunities. CEB Working Paper N° 09/037.
- Lumpkin, G.T., Lichtenstein, B.B., 2005. The Role of Organizational Learning in the Opportunity-Recognition Process. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29(4), 451–472. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00093.x
- Lunenberg, F.C., 2010. The Power of Intuition: How to Use Your Gut Feelings to Make Better Managerial Decisions. *International Journal Of Management, Business And Administration* 13(1).

- Macmillan, I.C., Zemann, L., Subbanarasimha, P.N., 1987. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing* 2(2), 123–137. doi:10.1016/0883-9026(87)90003-6
- Madill, J.J., Haines JR, G.H., Riding, A.L., 2005. The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture capital* 7(2), 107–129.
- Maine, E., Soh, P.-H., Dos Santos, N., 2015. The role of entrepreneurial decision-making in opportunity creation and recognition. *Technovation, Opportunity Recognition and Creation* 39–40, 53–72. doi:10.1016/j.technovation.2014.02.007
- Maitlis, S., 2005. The Social Processes of Organizational Sensemaking. *Academy of Management Journal* 48(1), 21–49. doi:10.5465/AMJ.2005.15993111
- Malmendier, U., Tate, G., 2005. Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management* 11(5), 649–659.
- Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., Desbrières, P., Hommel, U., 2006. Venture Capitalists' Decision to Syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice* 30(2), 131–153. doi:10.1111/j.1540-6520.2006.00115.x
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., De Waele, K., 1997. Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study. *Entrepreneurship Theory and Practice* 21(4), 29–43.
- Mantere, S., Schildt, H.A., Sillince, J.A.A., 2012. Reversal of Strategic Change. *Academy Management Journal*, 55(1), 172–196. doi:10.5465/amj.2008.0045
- Maqsood, T., Finegan, A., Walker, D., 2004. Biases and heuristics in judgment and decision making: The dark side of tacit knowledge. *Issues in Informing Science and Information Technology* 1, 295–301.
- Marcum, J.A., 2012. An integrated model of clinical reasoning: dual-process theory of cognition and metacognition. *Journal of Evaluation in Clinical Practice* 18(5), 954–961. doi:10.1111/j.1365-2753.2012.01900.x
- Markman, A.B., Gentner, D., 1993. Structural Alignment during Similarity Comparisons. *Cognitive Psychology* 25(4), 431–467. doi:10.1006/cogp.1993.1011
- Martens, M.L., Jennings, J.E., Jennings, P.D., 2007. Do the Stories They tell get them the Money They Need? The Role of Entrepreneurial Narratives in Resource Acquisition. *Academy Management Journal*, 50(5), 1107–1132. doi:10.5465/AMJ.2007.27169488
- Mason, C., 2010. Entrepreneurial finance in a regional economy. *Venture Capital* 12(3), 167–172. doi:10.1080/13691066.2010.507033
- Mason, C., Botelho, T., Harrison, R.T., 2013. The Transformation of the Business Angel Market : Evidence from SCOTLAND.
- Mason, C.M., 2009. Business angels. In: *Encyclopaedia of Entrepreneurship*. Edward Elgar. (In press).
- Mason, C.M., Harrison, R.T., 2008. Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture capital* 10(4), 309–330.
- Mason, C.M., Harrison, R.T., 2003. Auditioning for Money?: What Do Technology Investors Look for at the Initial Screening Stage? *Journal of Private Equity* 6(2), 29–42.
- Mason, C.M., Harrison, R.T., 2002. Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development* 14(3), 271–287. doi:10.1080/08985620210142011
- Mason, C.M., Harrison, R.T., 2000. The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom. *Small Business Economics* 15(2), 137–148.
- Mason, C.M., Harrison, R.T., 1995. Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital. *Small Business Economics* 7(2), 153–172.

- Mason, C.M., Stark, M., 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), 227–248.
- Mason, L., 2004. Fostering Understanding by Structural Alignment as a Route to Analogical Learning. *Instructional Science* 32(4), 293–318. doi:10.1023/B:TRUC.0000026512.88700.32
- Matthews, C.H., Scott, S.G., 1995. Uncertainty and Planning in Small and Entrepreneurial Firms: an Empirical Assessment. *Journal of Small Business Management* 34.
- Maula, M., Autio, E., Arenius, P., 2005. What drives Micro-Angel Investments? *Small Business Economics* 25(5), 459–475. doi:10.1007/s11187-004-2278-4
- Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A., Lévesque, M., 2011. Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing* 26(2), 212–225.
- Maxwell, A.L., Lévesque, M., 2014. Trustworthiness: A Critical Ingredient for Entrepreneurs Seeking Investors. *Entrepreneurship Theory and Practice* 38(5), 1057–1080. doi:10.1111/j.1540-6520.2011.00475.x
- McGlone, M.S., 2007. What is the explanatory value of a conceptual metaphor? *Language & Communication* 27(2), 109–126. doi:10.1016/j.langcom.2006.02.016
- McMullen, J.S., Shepherd, D.A., 2006. Entrepreneurial Action and the Role of Uncertainty in the Theory of the Entrepreneur. *The Academy of Management Review* 31(1), 132–152. doi:10.2307/20159189
- Merrill, M.D., 2000. Knowledge objects and mental models, in: International Workshop on Advanced Learning Technologies, 2000. IWALT 2000. Proceedings. Presented at the International Workshop on Advanced Learning Technologies, 2000. IWALT 2000. Proceedings, pp. 244–246. doi:10.1109/IWALT.2000.890621
- Metrick, A., Yasuda, A., 2011. Venture Capital and Other Private Equity: a Survey ; *European Financial Management* 17(4), p 619-654.
- Miller, C.C., Ireland, R.D., 2005. Intuition in strategic decision making: Friend or foe in the fast-paced 21st century? *Academy of Management Executive* 19(1), 19–30. doi:10.5465/AME.2005.15841948
- Milliken, F.J., 1987. Three Types of Perceived Uncertainty about the Environment: State, Effect, and Response Uncertainty. *The Academy of Management Review* 12(1), 133–143. doi:10.2307/257999
- Miloud, T., Aspelund, A., Cabrol, M., 2012. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital* 14(2-3), 151–174. doi:10.1080/13691066.2012.667907
- Minniti, M., 2004. Entrepreneurial alertness and asymmetric information in a spin-glass model. *Journal of Business Venturing* 19(5), 637–658. doi:10.1016/j.jbusvent.2003.09.003
- Mintzberg, H., 1976. Planning on the left side and managing on the right. *Harvard Business Review* 54(4), 49–58.
- Mintzberg, H., Raisinghani, D., Théorêt, A., 1976. The Structure of “Unstructured” Decision Processes. *Administrative Science Quarterly* 21(2), 246–275.
- Mitchell, J.R., Friga, P.N., Mitchell, R.K., 2005. Untangling the Intuition Mess: Intuition as a Construct in Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(6), 653–679. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00102.x
- Mittens, C., Sudek, R., Cardon, M.S., 2012. Angel Investor Characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential. *Journal of Business Venturing* 27(5), 592–606. doi:10.1016/j.jbusvent.2011.11.003

- Moesel, D.D., Fiet, J.O., 2001. Embedded fitness landscapes?part 2: Cognitive representation by venture capitalists. *Venture Capital* 3(3), 187–213. doi:10.1080/13691060110060637
- Mollick, E., 2014. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* 29(1), 1–16. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.06.005
- Mondelli, M.P., Klein, P.G., 2014. Private Equity and Asset Characteristics: The Case of Agricultural Production. *Managerial and Decision Economics*. 35(2), 145–160. doi:10.1002/mde.2649
- Morgan, G., Smircich, L., 1980. The Case for Qualitative Research. *Academy of Management Review*, 5(4), 491–500. doi:10.5465/AMR.1980.4288947
- Morrisette, S.G., 2007. A Profile of Angel Investors. *Journal of Private Equity* 10(3), 52–66.
- Mouzakitis, S., Karamolegkos, G., Ntanos, E., Psarras, J., 2011. A Fuzzy Multi-Criteria Outranking Approach in Support of Business Angels' Decision Analysis Process for the Assessment of Companies as Investment Opportunities. *Journal of Optimization Theory and Applications* 150(1), 156–165. doi:10.1007/s10957-011-9811-9
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nag, R., Gioia, D.A., 2012. From Common to Uncommon Knowledge: Foundations of Firm-Specific Use of Knowledge as a Resource. *Academy of Management Journal*, 55(2), 421–457. doi:10.5465/amj.2008.0352
- Navis, C., Glynn, M.A., 2011. Legitimate Distinctiveness and The Entrepreneurial Identity: Influence on Investor Judgments of New Venture Plausibility. *Academy of Management Review*, 36(3), 479–499.
- Norton, E., Tenenbaum, B.H., 1993. Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy. *Journal of Business Venturing* 8(5), 431–442. doi:10.1016/0883-9026(93)90023-X
- OECD, 2015. The Innovation Imperative. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OECD, 2011. Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. OECD Publishing. doi:http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en
- OECD, 2005. Manuel d'Oslo : Principe directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation, OECD. ed. OECD.
- Osnabrugge, M., 2000. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital* 2(2), 91–109. doi:10.1080/136910600295729
- Ottavia, 2014. Taiwanese Business Angels' Investment in the Core Creative Industries. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 109, 567–571. doi:10.1016/j.sbspro.2013.12.508
- Pacini, R., Epstein, S., 1999. The relation of rational and experiential information processing styles to personality, basic beliefs, and the ratio-bias phenomenon. *Journal of Personality and Social Psychology* 76(6), 972–987. doi:10.1037/0022-3514.76.6.972
- Paillé, P., Mucchielli, A., 2012. L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales, 3eme ed, Collection U. Armand COLIN, Paris.
- Palich, L.E., Ray Bagby, D., 1995. Using cognitive theory to explain entrepreneurial risk-taking: Challenging conventional wisdom. *Journal of Business Venturing* 10(6), 425–438. doi:10.1016/0883-9026(95)00082-J
- Paradas, A., 2009. Intérêts et modalités de l'utilisation de la cartographie cognitive dans les petites entreprises. *Management & Avenir* n° 30(10), 242–257. doi:10.3917/mav.030.0242

- Parhankangas, A., Ehrlich, M., 2014. How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach. *Journal of Business Venturing* 29(4), 543–564.
- Paul, S., Whittam, G., 2010. Business angel syndicates: an exploratory study of gatekeepers. *Venture Capital* 12(3), 241–256. doi:10.1080/13691061003711438
- Paul, S., Whittam, G., Johnston, J.B., 2003. The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture capital* 5(3), 313–335.
- Paul, S., Whittam, G., Wyper, J., 2007. Towards a model of the business angel investment process. *Venture capital* 9(2), 107–125.
- Perret, V., Séville, M., 2003. Fondements épistémologiques de la recherche, in: *Méthodes de Recherche En Management*. Paris.
- Perry, J.T., Chandler, G.N., Markova, G., 2012. Entrepreneurial Effectuation: A Review and Suggestions for Future Research. *Entrepreneurship Theory and Practice* 36(4), 837–861. doi:10.1111/j.1540-6520.2010.00435.x
- Pettit, R.R., Singer, R.F., 1985. Small Business Finance: A Research Agenda. *Financial Management* (1972) 14(3), 47–60.
- Pezzuti, L., Artistico, D., Chirumbolo, A., Picone, L., Dowd, S.M., 2014. The relevance of logical thinking and cognitive style to everyday problem solving among older adults. *Learning and Individual Differences*. 36, p.218-223 doi:10.1016/j.lindif.2014.07.011
- Politis, D., 2008. Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture capital* 10(2), 127–147.
- Politis, D., Landström, H., 2002. Informal investors as entrepreneurs—the development of an entrepreneurial career. *Venture capital* 4(2), 78–101.
- Pratt, M.G., 2008. Fitting Oval Pegs Into Round Holes Tensions in Evaluating and Publishing Qualitative Research in Top-Tier North American Journals. *Organizational Research Methods* 11(3), 481–509. doi:10.1177/1094428107303349
- Pretz, J.E., 2008. Intuition versus analysis: Strategy and experience in complex everyday problem solving. *Memory & Cognition* 36(3), 554–566. doi:10.3758/MC.36.3.554
- Pretz, J.E., Brookings, J.B., Carlson, L.A., Humbert, T.K., Roy, M., Jones, M., Memmert, D., 2014. Development and Validation of a New Measure of Intuition: The Types of Intuition Scale. *Journal of Behavioral Decision Making* 27(5), 454–467. doi:10.1002/bdm.1820
- Pretz, J.E., Totz, K.S., 2007. Measuring individual differences in affective, heuristic, and holistic intuition. *Personality and Individual Differences* 43(5), 1247–1257. doi:10.1016/j.paid.2007.03.015
- Prowse, S., 1998. Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* 22(6-8), 785–792.
- Quinlan, P., Dyson, B., 2008. *Cognitive Psychology*, Pearson Education. ed, Pearson Education. UK.
- Ramadani, V., 2009. Business angels: who they really are. *Strategic Change* 18(7-8), 249–258. doi:10.1002/jsc.852
- Rameau, C., 2007. Les business angels en France: une force en émergence? *Le journal de l'école de Paris du management* 63(1), 23–29.
- Rascol-Boutard, S., Briole, A., 2004. L'approche des compétences dans la performance interorganisationnelle par l'utilisation des cartes cognitives. *Actes du XV^e congrès de l'AGRH*
- Read, S., Sarasvathy, S.D., 2005. Knowing What to Do and Doing What You Know: Effectuation as a Form of Entrepreneurial Expertise. *Journal of Private Equity* 9(1), 45–62.

- Read, S., Song, M., Smit, W., 2009. A meta-analytic review of effectuation and venture performance. *Journal of Business Venturing* 24(6), 573–587. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.02.005
- Redis, J., Certhoux, G., Pare, J.L., 2013. Les déterminants de la stratégie d'investissement des Business Angels : le cas de la France. *Communication n°27 au 8eme congrès AEI*.
- Reitan, B., Sorheim, R., 2000. The informal venture capital market in Norway — investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture capital* 2(2), 129–141.
- Reuber, A.R., Fischer, E., 1999. Understanding The Consequences of Founders' Experience. *Journal of Small Business Management* 37(2), 30–45.
- Ricciardi, V., Simon, H.K., 2000. What is Behavioral Finance? (SSRN Scholarly Paper No. ID 256754). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Riding, A.L., 2008. Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture capital* 10(4), 355–369.
- Rispal, M.H., 2002. La méthode des cas: Application à la recherche en gestion. De Boeck Supérieur.
- Rispal, M.H., Jouison-Laffitte, E., 2015. La contribution des méthodes qualitatives au développement du champ de l'entrepreneuriat. *Revue de l'Entrepreneuriat* 14(1), 15–40.
- Robb, A.M., Robinson, D.T., 2012. The Capital Structure Decisions of New Firms. *Review of Financial Studies* hhs072. doi:10.1093/rfs/hhs072
- Rura-Polley, T., Clegg, S.R., 1999. Managing Collaborative Quality : A Challenging Innovation. *Creativity and Innovation Management* 8(1), 37–47.
- Rustichini, A., Bechara, A., Damasio, A.R., 2005. Special Issue on Neuroeconomics The somatic marker hypothesis: A neural theory of economic decision. *Games and Economic Behavior* 52(2), 336–372. doi:10.1016/j.geb.2004.06.010
- Sachet-Milliat, A., 2010. La délinquance d'affaires. *Revue internationale de Psychosociologie* Vol. XV(35), 95–95. doi:10.3917/rips.035.0095
- Sadler-Smith, E., 2011. The intuitive style: Relationships with local/global and verbal/visual styles, gender, and superstitious reasoning. *Learning and Individual Differences, Applying styles research to educational practice* 21(3), 263–270. doi:10.1016/j.lindif.2010.11.013
- Sadler-Smith, E., 2004. Cognitive Style and the Management of Small and Medium-Sized Enterprises. *Organization Studies* 25(2), 155–181. doi:10.1177/0170840604036914
- Sadler-Smith, E., Shefy, E., 2007. Developing Intuitive Awareness in Management Education. *Academy of Management Learning & Education* 6(2), 186–205. doi:10.5465/AMLE.2007.25223458
- Sadler-Smith, E., Shefy, E., 2004. The Intuitive Executive: Understanding and Applying “Gut Feel” in Decision-Making. *The Academy of Management Executive* (1993-2005) 18(4), 76–91. doi:10.2307/4166125
- Sadler-Smith, E., Sparrow, P.R., 2007. Intuition in organisational Decision Making. Lancaster University Management School Centre for Performance-led HR Working Paper, Number 2007-03 available: <http://www.lums.lancs.ac.uk/research/centres/hr/>.
- Sadler-Smith, E., Spicer, D.P., Tsang, F., 2000. Validity of the Cognitive Style Index: Replication and Extension. *British Journal of Management* 11(2), 175–181.
- Salas, E., Rosen, M.A., DiazGranados, D., 2010. Expertise-Based Intuition and Decision Making in Organizations. *Journal of Management* 36(4), 941–973. doi:10.1177/0149206309350084
- Samms, C., Friedel, C.R., 2013. Cognitive Style Differences and Student Coping Behavior. *Academy of Educational Leadership Journal* 17(1), 85–101.

- San José, A., Roure, J., Aernoudt, R., 2005. Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture capital* 7(2), 149–165.
- Sandberg, B., 2002. Creating the market for disruptive innovation: Market proactiveness at the launch stage. *Journal of Targeting, Measurement & Analysis for Marketing* 11, 184–196.
- Sandberg, J., 2005. How Do We Justify Knowledge Produced Within Interpretive Approaches? *Organizational Research Methods* 8(1), 41–68. doi:10.1177/1094428104272000
- Sandberg, J., Tsoukas, H., 2015. Making sense of the sensemaking perspective: Its constituents, limitations, and opportunities for further development. *Journal of Organizational Behavior*. 36(S1), S6–S32. doi:10.1002/job.1937
- Sarasvathy, S.D., 2001a. Effectual Reasoning in Entrepreneurial Decision Making: Existence and Bounds, in: Academy of Management Proceedings & Membership Directory. Presented at the Academy of Management Proceedings & Membership Directory, *Academy of Management*, pp. D1–D6. doi:10.5465/APBPP.2001.6133065
- Sarasvathy, S.D., 2001b. Causation and Effectuation: Toward a Theoretical Shift from Economic Inevitability to Entrepreneurial Contingency. *The Academy of Management Review* 26(2), 243–263. doi:10.2307/259121
- Sayegh, L., Anthony, W.P., Perrewé, P.L., 2004. Managerial decision-making under crisis: The role of emotion in an intuitive decision process. *Human Resource Management Review* 14(2), 179–199. doi:10.1016/j.hrmr.2004.05.002
- Scarbrough, H., Swan, J., Amaeshi, K., Briggs, T., 2013. Exploring the Role of Trust in the Deal-Making Process for Early-Stage Technology Ventures. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 37(5), 1203–1228. doi:10.1111/etap.12031
- Schafer, D., Schielder, D., 2009. Smart capital in German start-ups - an empirical analysis. *Venture capital* 11(2), 163–183.
- Scheela, W., Jittrapanun, T., 2012. Do institutions matter for business angel investing in emerging Asian markets? *Venture Capital* 14(4), 289–308. doi:10.1080/13691066.2012.672020
- Scheiner, C.W., 2014. The role of recognition intelligence for opportunity recognition of habitual entrepreneurs. *Problems and Perspectives in Management* 12(1), 60–71.
- Schinckus, C., 2009. La finance comportementale ou le développement d'un nouveau paradigme. *Revue d'Histoire des Sciences Humaines* 20(1), 101–127.
- Scott, E.L., Shu, P., Lubynsky, R., 2015. Are “Better” Ideas More Likely to Succeed? An Empirical Analysis of Startup Evaluation (SSRN Scholarly Paper No. ID 2638367). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Shane, S., 2000. Prior Knowledge and the Discovery of Entrepreneurial Opportunities. *Organization Science* 11(4), 448–469. doi:10.2307/2640414
- Shane, S., Venkataraman, S., 2000. The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research. *Academy of Management Review*, 25(1), 217–226. doi:10.5465/AMR.2000.2791611
- Shapiro, S., Spence, M., 1997. Managerial intuition: A conceptual and operational framework. *Business Horizons* 40(1), 63.
- Shavinina, L.V., Seeratan, K.L., 2003. On the nature of Individual innovation, in: *The International Handbook on Innovation*. pp. 31–43.
- Shepherd, D.A., 1999. Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival. *Management Science* 45(5), 621–632. doi:10.2307/2634720
- Shepherd, D.A., Zacharakis, A., 2002. Venture capitalists' expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback. *Journal of Business Venturing* 17(1), 1–20. doi:10.1016/S0883-9026(00)00051-3

- Shepherd, D.A., Zacharakis, A., 1999. Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture Capital* 1(3), 197–217. doi:10.1080/136910699295866
- Shepherd, D.A., Zacharakis, A.L., Baron, R.A., 2003. VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of business Venturing* 18(3), 381–401.
- Shyam-Sunder, L., C. Myers, S., 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51(2), 219–244. doi:10.1016/S0304-405X(98)00051-8
- Silva, J., 2004. Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture capital* 6(2-3), 125–145.
- Simon, H.A., 1987. Making Management Decisions: the Role of Intuition and Emotion. *Academy of Management Perspectives*, 1(1), 57–64. doi:10.5465/AME.1987.4275905
- Simon, H.A., 1955. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics* 69(1), 99–118. doi:10.2307/1884852
- Sinclair, M., Ashkanasy, N.M., 2005. Intuition Myth or a Decision-making Tool? *Management Learning* 36(3), 353–370. doi:10.1177/1350507605055351
- Slovic, P., 1972. Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. *The Journal of Finance* 27(4), 779–799. doi:10.2307/2978668
- Smith, B.R., Matthews, C.H., Schenkel, M.T., 2009. Differences in Entrepreneurial Opportunities: The Role of Tacitness and Codification in Opportunity Identification*. *Journal of Small Business Management* 47(1), 38–57. doi:10.1111/j.1540-627X.2008.00261.x
- Smith, D.J., Mason, C.M., Harrison, R.T., 2010. Angel Investment Decision Making as a Learning Process. Working Paper 10-05, University of Strathclyde, Scotland UK.
- Smith, J.A., Cordina, R., 2014. The role of accounting in high-technology investments. *The British Accounting Review* 46(3), 309–322. doi:10.1016/j.bar.2014.03.002
- Sohl, J.E., 1999. The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital* 1(2), 101–120. doi:10.1080/136910699295929
- Sonenshein, S., 2007. The Role of Construction, Intuition, and Justification in Responding to Ethical Issues at Work: The Sensemaking-Intuition Model. *Academy of Management Review* 32(4), 1022–1040. doi:10.5465/AMR.2007.26585677
- Sorheim, R., 2003. The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture capital* 5(4), 337–364.
- Sørheim, R., Landström, H., 2001. Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development* 13(4), 351–370. doi:10.1080/08985620110067511
- Stedler, H., Peters, H.H., 2003. Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital* 5(3), 269–276. doi:10.1080/1369106032000126596
- Steier, L., Greenwood, R., 1999. Newly created firms and informal angel investors: a four-stage model of network. *Venture capital* 1(2), 147–167.
- Stigliani, I., Ravasi, D., 2012. Organizing Thoughts and Connecting Brains: Material Practices and the Transition from Individual to Group-Level Prospective Sensemaking. *Academy of Management Journal*, 55(5), 1232–1259. doi:10.5465/amj.2010.0890
- Stilwell, C.H., Markman, A.B., 2003. Schema-driven memory and structural alignment, in: The Proceeding of the 25 Th Annual Meeting of the Cognitive Science Society.
- St-Pierre, J., Fasil, N., 2011. La recherche en finance entrepreneuriale: Critique sur l'état actuel des connaissances et proposition d'un nouveau cadre de réflexion. *Revue*

- internationale P.M.E.: Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise* 24(3-4), 255. doi:10.7202/1013669ar
- Strick, M., Dijksterhuis, A., Bos, M.W., Sjoerdsma, A., van Baaren, R.B., Nordgren, L.F., 2011. A Meta-Analysis on Unconscious Thought Effects. *Social Cognition* 29(6), 738–762. doi:10.1521/soco.2011.29.6.738
- Stritar, R., Drnovšek, M., 2015. What entrepreneurs discover when creating opportunities? Insights from Skype and YouTube ventures. *International Entrepreneurship and Management Journal* 12(3), 1–21. doi:10.1007/s11365-015-0362-7
- Subrahmanya, M.H.B., 2005. Pattern of technological innovations in small enterprises: a comparative perspective of Bangalore (India) and Northeast England (UK). *Technovation* 25(3), 239–280.
- Sudek, R., 2006. Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy* 17(2), 89–103.
- Sudek, R., Mitteness, C.R., Baucus, M.S., 2008. Betting on the Horse or the Jockey: The Impact of Expertise on Angel Investing. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings* 1–6. doi:10.5465/AMBPP.2008.33625409
- Sullivan, M.K., Miller, A., 1996. Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research* 36(1), 26–35.
- Szerb, L., Rappai, G., Makra, Z., Terjesen, S., 2007. Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics* 28(2-3), 257–271. doi:10.1007/s11187-006-9019-9
- Tang, J., Kacmar, K.M. (Micki), Busenitz, L., 2012. Entrepreneurial alertness in the pursuit of new opportunities. *Journal of Business Venturing* 27(1), 77–94. doi:10.1016/j.jbusvent.2010.07.001
- Tashiro, Y., 1999. Business angels in Japan. *Venture Capital* 1(3), 259–273. doi:10.1080/136910699295893
- Teal, E.J., Hofer, C.W., 2003. The Determinants of New Venture Success: Strategy, Industry Structure, and the Founding Entrepreneurial Team. *The Journal of Private Equity* 6(4), 38–51. doi:10.3905/jpe.2003.38
- Thorpe, A.S., 2014. Doing the Right Thing or Doing the Thing Right Implications of Participant Withdrawal. *Organizational Research Methods* 1094428114524828. doi:10.1177/1094428114524828
- Tomczak, A., Brem, A., 2013. A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital* 15(4), 335–359. doi:10.1080/13691066.2013.847614
- Trevis Certo, S., Connelly, B.L., Tihanyi, L., 2008. Managers and their not-so rational decisions. *Business Horizons* 51(2), 113–119. doi:10.1016/j.bushor.2007.11.002
- Tsukagoshi, M., 2008. The Expected Roles of Business Angels in Seed/Early Stage University Spin-offs in Japan: Can Business Angels act as Saviours? *Asia Pacific Business Review* 14(3), 425–442. doi:10.1080/13602380802116864
- Tversky, A., Kahneman, D., 1974. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series* 185(4157), 1124–1131.
- Tyebjee, T.T., Bruno, A.V., 1984. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* 30(9), 1051–1099.
- Ucbasaran, D., Westhead, P., Wright, M., 2009. The extent and nature of opportunity identification by experienced entrepreneurs. *Journal of Business Venturing* 24(2), 99–115. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.01.008
- Ucbasaran, D., Westhead, P., Wright, M., 2008. Opportunity Identification and Pursuit: Does an Entrepreneur's Human Capital Matter? *Small Business Economics* 30(2), 153–173. doi:10.1007/s11187-006-9020-3

- Ueda, M., 2004. Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *Journal of Finance* 59(2), 601–621. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00643.x
- Ueda, M., 2000. Bank versus Venture Capital (SSRN Scholarly Paper No. ID 273407). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Unger, J.M., Rauch, A., Frese, M., Rosenbusch, N., 2011. Human capital and entrepreneurial success: A meta-analytical review. *Journal of Business Venturing* 26(3), 341–358. doi:10.1016/j.jbusvent.2009.09.004
- Utterback, J.M., 1971. The Process of Technological Innovation within the Firm. *The Academy of Management Journal* 14(1), 75–88. doi:10.2307/254712
- Vaghely, I.P., Julien, P.-A., 2010. Are opportunities recognized or constructed?: An information perspective on entrepreneurial opportunity identification. *Journal of Business Venturing* 25(1), 73–86. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.06.004
- Valliere, D., 2013. Towards a schematic theory of entrepreneurial alertness. *Journal of Business Venturing* 28(3), 430–442. doi:10.1016/j.jbusvent.2011.08.004
- Van Maanen, J., 1979. The Fact of Fiction in Organizational Ethnography. *Administrative Science Quarterly* 24(4), 539–550. doi:10.2307/2392360
- Vance, C.M., Groves, K.S., Yongsun Paik, Kindler, H., 2007. Understanding and Measuring Linear--NonLinear Thinking Style for Enhanced Management Education and Professional Practice. *Academy of Management Learning & Education* 6(2), 167–185. doi:10.5465/AMLE.2007.25223457
- Vandenbosch, B., Higgins, C., 1996. Information Acquisition and Mental Models: An Investigation into the Relationship Between Behaviour and Learning. *Information Systems Research* 7(2), 198–214.
- Varadarajan, R., 2009. Fortune at the bottom of the innovation pyramid : The Strategic logic of incremental innovation. *Business Horizons* 52(1), 21–29.
- Vatin, F., Caillé, A., Favereau, O., 2010. Réflexions croisées sur la mesure et l'incertitude. *Revue du MAUSS* n° 35(1), 83–109. doi:10.3917/rdm.035.0083
- Veryzer, R.W., 1998. Discontinuous Innovation and the New Product Development Process. *Journal of Product Innovation Management* 15(4), 304–321.
- Villon de Benveniste, G., 2013. Innovation de rupture : concept fondamental ou slogan creux ? *Entreprendre & Innover* 18(2), 7–7. doi:10.3917/entin.018.0007
- Wallnöfer, M., Hacklin, F., 2013. The business model in entrepreneurial marketing: A communication perspective on business angels' opportunity interpretation. *Industrial Marketing Management* 42(5), 755–764. doi:10.1016/j.indmarman.2013.05.012
- Wally, S., Baum, J.R., 1994. Personal and Structural Determinants of the Pace of Strategic Decision Making. *Academy of Management Journal* 37(4), 932–956. doi:10.2307/256605
- Ward, T.B., 2004. Cognition, creativity, and entrepreneurship. *Journal of Business Venturing* 19(2), 173–188. doi:10.1016/S0883-9026(03)00005-3
- Waroquier, L., Marchiori, D., Klein, O., Cleeremans, A., 2010. Is It Better to Think Unconsciously or to Trust Your First Impression? A Reassessment of Unconscious Thought Theory. *Social Psychological and Personality Science* 1(2), 111–118. doi:10.1177/1948550609356597
- Weaver, E.A., Stewart, T.R., 2012. Dimensions of Judgment: Factor Analysis of Individual Differences. *Journal of Behavioral Decision Making* 25(4), 402–413. doi:10.1002/bdm.748
- Weick, K.E., 1993. The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster. *Administrative Science Quarterly* 38(4), 628–652. doi:10.2307/2393339

- Weick, K.E., Roberts, K.H., 1993. Collective Mind in Organizations: Heedful Interrelating on Flight Decks. *Administrative Science Quarterly* 38(3), 357–381. doi:10.2307/2393372
- Weick, K.E., Sutcliffe, K.M., Obstfeld, D., 2005. Organizing and the Process of Sensemaking. *Organization Science* 16(4), 409–421. doi:10.1287/orsc.1050.0133
- Wetzel, W., 1983. Angels and Informal Risk Capital. *Sloan Management Review* 24(4), 23–34.
- Williamson, O.E., 1988. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance* 43(3), 567–591. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x
- Wilson, H.I.M., 1995. Are the business angels of today the venture capitalists of yesterday? *The Journal of High Technology Management Research* 6(1), 145–156. doi:10.1016/1047-8310(95)90011-X
- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., Sarasvathy, S.D., 2009. Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing* 24(2), 116–133. doi:10.1016/j.jbusvent.2007.11.004
- Wirtz, P., 2011. The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms. *European Management Journal* 29(6), 431–447. doi:10.1016/j.emj.2011.06.004
- Witteaman, C., van den Bercken, J., Claes, L., Godoy, A., 2009. Assessing rational and intuitive thinking styles. *European Journal of Psychological Assessment* 25(1), 39–47. doi:10.1027/1015-5759.25.1.39
- Woiceshyn, J., 2009. Lessons from “Good Minds”: How CEOs Use Intuition, Analysis and Guiding Principles to Make Strategic Decisions. *Long Range Planning* 42(3), 298–319. doi:10.1016/j.lrp.2009.05.002
- Wong, A., Bathia, M., Freeman, Z., 2009. Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change* 18(7-8), 221–230.
- Wood, M.S., Williams, D.W., 2014. Opportunity Evaluation as Rule-Based Decision Making. *Journal of Management Studies* 51(4), 573–602. doi:10.1111/joms.12018
- Wu, I.-L., Hsieh, P.-J., 2011. Understanding hospital innovation enabled customer-perceived quality of structure, process, and outcome care. *Total Quality Management* 22(2), 227–241.
- Yu, T.F.-L., 2001. Entrepreneurial Alertness and Discovery. *The Review of Austrian Economics* 14(1), 47–63. doi:10.1023/A:1007855505727
- Zacharakis, A., Shepherd, D.A., 2005. A non-additive decision-aid for venture capitalists’ investment decisions. *European Journal of Operational Research* 162(3), 673–689. doi:10.1016/j.ejor.2003.10.028
- Zacharakis, A.L., Meyer, D.G., 1998. A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing* 13(1), 57–76.
- Zaleski, P.A., 2011. Start-Ups and External Equity: The Role of Entrepreneurial Experience. *Business Economics* 46(1), 43–50. doi:10.1057/be.2010.41
- Zutshi, R.K., Tan, W.L., 1999. Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics* 13(1), 9–26.

Annexe 2 : Lettre d'invitation envoyée aux membres d'ALPHA

Madame, Monsieur,

Je conduis actuellement une recherche sur les déterminants de la sélection des projets par les Business Angels. A cet effet, je sollicite votre participation afin de comprendre votre processus d'identification des opportunités d'investissement en amorçage, suivant une approche psychologique. Ainsi, vous serez invités à :

- compléter un questionnaire en ligne ;
- participer à un entretien sur les facteurs définissant l'opportunité d'investissement.

En retour de votre participation, j'apporterai un point de vue extérieur de vos pratiques d'analyse des projets afin de mieux cerner cette approche d'investissement qui est la votre.

Cette étude se déroule dans le cadre d'une thèse de doctorat à l'université d'Angers. L'institution et moi, nous vous garantissons une confidentialité totale de vos données. D'ailleurs, je prends déjà part à des rencontres du réseau [REDACTED] après avoir signé une clause de confidentialité auprès de Mme [REDACTED], votre référent à la [REDACTED].

Je vous remercie pour votre attention et votre compréhension tout en espérant une large collaboration de votre part.

Abdel Malik OLA
Doctorant à l'Université d'Angers

Annexe 3 : Organisation des séances d’instruction

De: [REDACTED]
Objet: Instruction du dossier [REDACTED]
Date: 1 juillet 2014 16:10:15 UTC+2
A: [REDACTED]
Cc: [REDACTED]

Bonjour Monsieur [REDACTED] ,

Comme convenu , je vous confirme le nom des 2 instructeurs ([REDACTED] et [REDACTED])

Je vous laisse prendre contact avec les instructeurs pour que vous puissiez en fonction de vos agendas respectifs voir quand peut commencer l’instruction .

Tél de [REDACTED] 1
Tél de [REDACTED] 3
Tél de [REDACTED] 3

Merci d’informer également M . Abdel Malik OLA) par mail des dates de vos échanges avec les instructeurs (en effet , M . Ola fait une thèse sur les business angels à l’université d’ Angers , et souhaite profiter du réseau Abab pour travailler sa Thèse) . Pour information, M . OLA à signé un accord de confidentialité) .

Restant à votre disposition et dans l’attente de notre prochain RDV ,

Cordialement

TR: Instruction du dossier [REDACTED]

Bonjour Antoine et Didier ,

Comme convenu , je vous confirme le nom des 2 instructeurs ([REDACTED] (expertise informatique était présent au comité de sélection et Jean Philippe [REDACTED] (courtier en assurance, membre nantais [REDACTED])

[REDACTED] est actuellement à ile Yeu , je lui faire suivre demain par courrier , votre dossier .

Antoine et Didier ; je vous laisse prendre contact avec les instructeurs pour que vous puissiez en fonction de vos agendas respectifs voir quand peut commencer l’instruction . Attendez juste la semaine prochaine, le temps que M . [REDACTED] puisse lire votre dossier.

Tél de [REDACTED]
Tél de [REDACTED]
Tél d’ [REDACTED] 0
Tél de [REDACTED] 3

Merci d’informer également M . Abdel Malik OLA) par mail des dates de vos échanges avec les instructeurs (en effet , M . Ola fait une thèse sur les business angels à l’université d’ Angers , et souhaite profiter du réseau Abab pour travailler sa Thèse) . Pour information, M . OLA à signé un accord de confidentialité) .

Restant à votre disposition , je vous appelle en fin de semaine prochaine pour faire le point.

Cordialement

Annexe 4 : Nouvelle lettre envoyée au président du réseau ALPHA

06 69 74 96 44

Madame, Monsieur,

Je sollicite à travers cette lettre un accès au réseau ALPHA dans le cadre de la réalisation de ma thèse.

Doté d'un background en comptabilité et en finance d'entreprise, je conduis actuellement un projet de recherche dont le but est de mieux cerner le processus de la décision financière dans un contexte de forte incertitude. Pour moi, l'activité qui est la votre dénote de ce contexte où aucun des modèles classiques de l'évaluation des projets n'est applicable et où l'intuition l'emporte comme mode de sélection des projets susceptibles de créer de la valeur.

L'investissement en amorçage est une activité pour laquelle j'ai une admiration particulière. Cependant, je ne suis pas aujourd'hui en situation d'investir. Je souhaite observer les phases de présélection et de sélection des projets au sein d'ALPHA et si possible, assister le réseau dans l'accomplissement de ces tâches. Je souhaite aussi administrer un questionnaire et mener des entretiens avec les différents acteurs.

Mon implication au sein d'ALPHA se fera en respectant l'éthique auquel adhère tout chercheur. Je vous garantis la confidentialité sur tous les documents auxquels je vais accéder et sur vos identités.

En retour de votre participation, j'apporterai un point de vue extérieur sur vos pratiques d'analyse des projets afin de mieux cerner cette approche d'investissement qui est la vôtre. Mon apport peut contribuer aussi à mieux propager la culture du Business Angel, cruciale pour la promotion de l'entrepreneuriat.

En espérant une suite favorable, veuillez agréer Madame, Monsieur, l'expression de ma très haute considération.

Annexe 5 : Exemple fiche d'engagement d'investissement

Fiche 5 – FICHE D'ENGAGEMENT D'INVESTISSEMENT

Comité d'Investissement du

Nom du projet :

Nom du BA :

Merci d'indiquer votre nom et d'entourer la réponse choisie sur chaque ligne dans le tableau ci-dessous

Clarté de la présentation	--	-	0	+	++
Le marché présenté vous semble-t-il porteur ?	--	-	0	+	++
Avantages concurrentiels de l'entreprise	--	-	0	+	++
Faites-vous confiance à l'entrepreneur pour mener à bien ce projet ?	--	-	0	+	++
Besoin de financement clair ?	--	-	0	+	++
Envisagez-vous d'investir ?				Oui	Non
Montant de votre investissement					

Pourquoi ?

.....

Ale.....

Signature

NB les évaluations et commentaires permettent de faire une évaluation qualitative et quantitative des projets présentés, pour initier le groupe d'investisseurs voulant envisager d'accompagner le projet, avec les noms des investisseurs et les qualités du projet mais aussi les objections à traiter.

Annexe 6 : Fiches d'évaluation du projet D remplis par les instructeurs et transférées à l'ensemble des BA (anonymisées)

FICHE 3 – EVALUATION DE PROJET

Instructeur(s) :
 Nom du 1^{er} instructeur :
 Nom du 2^{ème} instructeur :
 Date de l'instruction: 21 / 10 / 2014

Renseignements sur le Projet :

Nom du projet : D
 Origine du projet : CCI49

Nom du porteur de projet :
 Phase du projet (création, reprise etc.) : création

Secteur d'activité :

Biotech TIC-électronique Agro-alimentaire
 Energie-Environnement Mécanique-Matériaux Autre

Grille d'évaluation du projet :

<p>Qualité de l'équipe : (par exemple : profil du porteur, composition de l'équipe dirigeante, moyens humains déjà recrutés ou prévisionnels, etc.)</p>	<p>2,75/ 4</p>	<p>Les deux porteurs du projet se complètent bien. Exnérience et compétence de LOUIS dans le secteur du service à la personne, et dans la gestion d'entreprises (fondateur de l'entreprise Générale des Services) LEONIE est dynamique et a une bonne expérience de la prévention mais quid de sa maturité dans la gestion d'entreprises (pas d'expérience) ?</p>
<p>Caractère innovant : (par exemple : nouveauté du projet, validations techniques préalables déjà réalisées ou projetées, stratégie de propriété intellectuelle, etc.)</p>	<p>2,75/ 4</p>	<p>Le concept et le modèle économique sont nouveaux. Le logiciel est finalisé pour le niveau 1 du diagnostic mais demande encore des mises au point pour les autres niveaux. Le Modèle économique est novateur et permet un déploiement rapide au niveau national de la formation des diagnostiqueurs et de leurs actions.</p>
<p>Le « Mix » Produit : (par exemple : élaboration de l'offre, marchés visés, positionnement par rapport à la concurrence, plan d'actions commerciales, etc.)</p>	<p>3,25/ 4</p>	<p>Projet bien pensé Marché bien étudié à vaste à potentiel Beaucoup de contacts clients déjà bien</p>

		avancés (la Poste, Conseil Général du 49, Harmonie mutuelle, ...) Plan d'action validé
Le Plan de financement : (par exemple : la liquidité et la solvabilité de l'entreprise, les apports - personnels, des partenaires ou des associés - les investissements réalisées ou envisagés, le financement du BFR, etc.)	3,25/ 4	La réussite commerciale est majeure pour le développement et la pérennité de l'entreprise mais les fonds levés et les emprunts semblent suffisants pour un bon démarrage. L'étude financière semble réaliste et précise. Les charges fixes ne sont pas trop élevées et peuvent être modulées et ajustées au développement ce qui peut permettre un décalage dans le temps du Business Plan. Les concours bancaires sont confirmés.
La cohérence du projet / Objectifs de ABAB : (par exemple : les objectifs sont-ils cohérents avec l'environnement économique de la plateforme, avec la recherche de rentabilité pour les B.A....)	3,5/ 4	Valorisation acceptable au vu des autres dossiers présentés dans le réseau Bonne cohérence avec les objectifs d'investissement : financement amorçage, bon TRI à la sortie si le business plan est atteint.
Note générale :	15,5/ 20	

Commentaire général :

Un bon dossier mais il est impératif que le porteur de projet s'implique et reste dans le « navire » pendant au moins 3 ans.

Annexe 7 : Fiches d'évaluation du projet T remplis par les instructeurs et transférées à l'ensemble des BA (anonymisées)

FICHE 3 – EVALUATION DE PROJET

Instructeur(s) :

Nom du 1^{er} instructeur :

Nom du 2^{ème} instructeur :

Date de l'instruction: ...20..... / ...12..... / 2014

Renseignements sur le Projet :

Nom du projet :

Nom du porteur de projet :

Origine du projet

Phase du projet : Création

Secteur d'activité :

- Biotech X TIC-électronique Agro-alimentaire
 Energie-Environnement Mécanique-Matériaux Autre

Grille d'évaluation du projet :

Qualité de l'équipe : (par exemple : profil du porteur, composition de l'équipe dirigeante, moyens humains déjà recrutés ou prévisionnels, etc.)	4/ 4	Créateur seul, Connait bien son marché, ses fournisseurs et clients potentiels. A l'écoute des prospects, des instructeurs tout en sachant fixer ses acquis. A su former une équipe d'intervenants extérieurs, élargissant ses compétences et limitant son risque.
Caractère innovant : (par exemple : nouveauté du projet, validations techniques préalables déjà réalisées ou projetées, stratégie de propriété intellectuelle, etc.)	3/ 4	Véritable innovation au niveau du service rendu Et simplification d'utilisation. Peu de protection au niveau de l'appareillage. Avance technique de l'offre estimée à un an.
Le « Mix » Produit : (par exemple : élaboration de l'offre, marchés visés, positionnement par rapport à la concurrence, plan d'actions commerciales, etc.)	3/ 4	Offre bien construite en fonction des desiderata des prospects. Marché atomisé avec un grand nombre de concurrents dont la plupart peut laisser espérer une prise de part de marché sans réaction immédiate de leur part d'autant que l'attaque ne se fait pas par le prix de vente.. Part de marché visée très raisonnable
Le Plan de financement : (par exemple : la liquidité et la solvabilité de l'entreprise, les apports - personnels, des partenaires ou des associés - les investissements réalisées ou envisagés, le financement du BFR, etc.)	3/ 4	Plan de financement cohérent avec bonnes marges de manœuvre. Contacts favorables avec l'ensemble des partenaires de place qui attendent cependant la phase d'amorçage franchise. Utilisation de sous-traitance qui permet souplesse tant dans un démarrage lent qu'une évolution rapide.

La cohérence du projet / Objectifs de court terme : (par exemple : les objectifs sont-ils cohérents avec l'environnement économique de la plateforme, avec la recherche de rentabilité pour les B.A....)	3/ 4	Projet bien conçu Réactivité forte Valorisation bien pensée Risque fort lié au caractère de l'amorçage et au temps qui est compté par rapport à une réaction de la concurrence.
Note générale :	16/ 20	

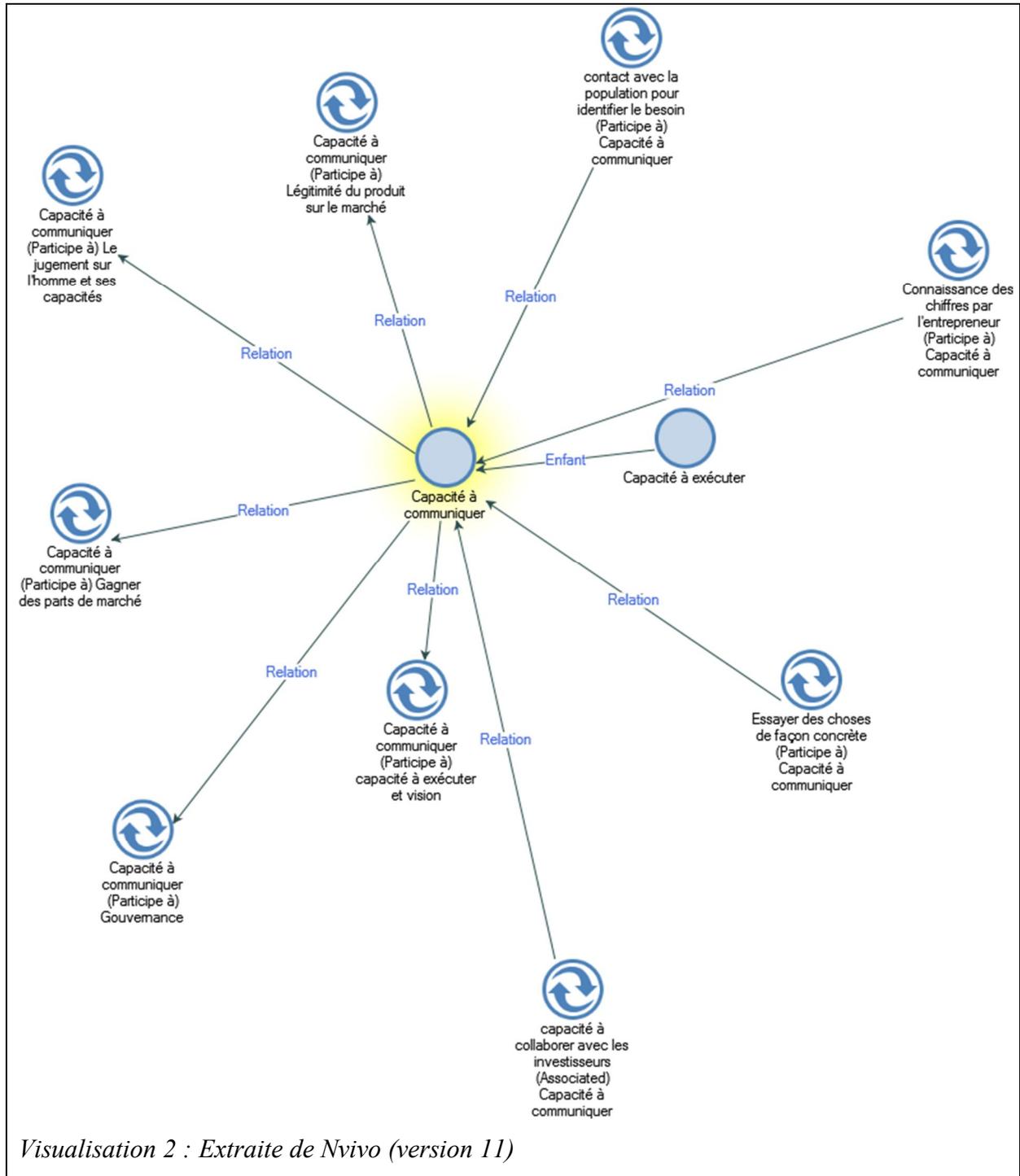
Commentaire général : Un projet bien construit dans un environnement concurrentiel fort avec un dirigeant capable d'y naviguer et de faire évoluer son offre.

Annexe 8 : Comment Nvivo a aidé à opérationnaliser les inférences vers la cible ?

Nvivo permet le codage d'un texte au fur et à mesure que le chercheur progresse dans la lecture de son matériau. Il peut soit coder des nœuds simples (c'est-à-dire qu'une phrase renvoie un seul attribut), soit coder des relations (c'est-à-dire que des portions du matériau reliant explicitement différents attributs ou différents faits). Une même portion du texte peut être codée à plusieurs reprises, ce qui facilite l'itération dans la recherche.

Pour identifier les différentes relations dans le discours de BA et les inférences qu'il fait, nous avons utilisé l'outil « Explorer un diagramme ». Nous détaillons la démarche à travers un exemple ci-dessous. Prenons le nœud « capacité d'exécution » où nous avons codé des propos relatifs au « flaire » du BA sur les capacités de l'équipe entrepreneuriale à mettre en œuvre son idée (confère les résultats pour plus de détail). Une première visualisation du diagramme de ce nœud met en évidence des éléments intéressants (Visualisation 1). Dans cette visualisation, on peut lire deux choses : les autres nœuds qui sont liés à la « capacité d'exécution » et les relations dans lesquelles le nœud en question est impliqué selon les propos des interviewés. Dans notre exemple, quelques uns des nœuds sont : « écoute des conseils », « résilience de l'équipe », « capacité à collaborer », « capacité à gérer », « prendre du recul curiosité » et « agilité intellectuelle », « réactivité », « capacité à gérer », « capacité à communiquer », « honnêteté et cohérence », « réactivité et rapidité ». Les relations suivantes aussi sont visibles : « Entente entre les membres de l'équipe (participe à) Capacité d'exécution » ; « Reconnaissance publique (Participe à) Capacité d'exécution » ; « Bootstrapping des fondateurs (Participe à) Capacité d'exécution ». On peut aussi directement avoir accès aux verbatim qui ont été codés dans les différents nœuds et relations.

Ensuite, Nvivo permet d'explorer en profondeur ce diagramme. On peut directement, sur ce diagramme, modifier le nœud au cœur de l'analyse. Le logiciel propose de « modifier la perspective » en zoomant sur un des éléments reliés à « capacité d'exécution ». Si nous prenons par exemple « capacité à communiquer », ce nœud est lui-même impliqué dans plusieurs autres relations que nous avons codées (Visualisation 2 ci-dessous).



On peut lire par exemple : « Capacité à collaborer avec les investisseurs (Participe à) la capacité à communiquer » ; « Connaissance des chiffres (Participe à) Capacité à communiquer » ; « Contact avec la population pour identifier le besoin (Participe à) Capacité à communiquer » ; « Essayer des choses concrètes (Participe à) Capacité à communiquer ». Ces exemples de relation montrent que des actions concrètes posées par l'équipe en allant rencontrer le marché, en communiquant des chiffres cohérents, en collaborant parfaitement avec les investisseurs durant l'instruction, permettent d'approximer la « capacité à communiquer » de l'équipe.

La visualisation 2 permet de voir aussi les relations suivantes : « Capacité à communiquer (Participe à) Gagner des parts de marché » ; « Capacité à communiquer (Participe à) Gouvernance » ; « Capacité à communiquer (Participe à) Légitimité du produit sur le marché » ; « Capacité à communiquer (Participe à) Jugement sur l'homme et ses capacités ». On y voit que l'exposition faite par le porteur de son système de gouvernance ainsi que la façon dont la légitimité du produit est décrite, permettent en retour d'approximer la capacité d'exécution qui elle-même est une valeur humaine.

A travers ces deux présentations on voit comment les valeurs humaines, en l'occurrence « capacité d'exécution » ici, sont approximées par ce que les BA vont observer et écouter durant l'instruction. Les liens entre ces valeurs et les différentes dimensions sont aussi présentés. Ce type de traitement permet d'évaluer l'utilité des différents indicateurs perçus en contexte. En suivant la même démarche pour chaque nœud créé, nous évoluons progressivement vers la lecture des différentes dimensions par l'alignement structurel. La tâche est fastidieuse mais elle permet finalement d'avoir une lecture pertinente et approfondie de « comment » le raisonnement du BA s'opérationnalise pour identifier une opportunité d'investissement. Pour ne pas avoir à présenter tous les schémas et les différents tableaux pour chaque nœud, nous avons fait la restitution par dimension de sens repérée dans les matériaux (ce qui est présenté à chaque paragraphe où nous parlons de « " dimension" vue à travers la théorie de l'alignement structurel »).

Thèse de Doctorat

Abdel Malik OLA

L'identification des opportunités d'investissement en incertitude : le jugement intuitif des *Business Angels* dans le financement des firmes entrepreneuriales

Investment Opportunity Identification Under Uncertainty : The Business Angels's Intuiting In Entrepreneurial Firms Financing

Résumé

Nous analysons l'identification des opportunités d'investissement dans le cas spécifique du financement de l'amorçage des firmes porteuses d'innovation. L'absence d'informations pertinentes et objectives au démarrage remet en cause la capacité postulée des investisseurs à évaluer objectivement la rentabilité des firmes entrepreneuriales. Ainsi, nous étudions la vraie stratégie psycho-cognitive sous-jacente à la création du sens autour du potentiel des projets en se focalisant sur un acteur spécifique, le Business Angel (BA). Nous postulons que cet investissement suit un processus de jugement intuitif.

L'analyse qualitative des notes d'observation et des entretiens permet de construire un modèle décrivant la manière dont le BA produit *in situ* de nouveaux construits utiles dans sa perception. Nous mettons aussi en évidence des comportements réflexifs réduisant l'erreur dans sa décision. Ainsi, l'intuition du BA doit être vue comme une réelle approche de transformation situationnelle d'indicateurs à travers des manipulations langagières.

Nous offrons une nouvelle perspective dans la compréhension du comportement des capital-risqueurs qui sont susceptibles d'accompagner financièrement les firmes innovantes dès leur phase de démarrage. Nos résultats sont aussi généralisables à des contextes où l'aptitude intuitive devant une source d'efficacité décisionnelle. Nous faisons des propositions théoriques qui orienteront les études futures.

Mots clés

Opportunité d'investissement, incertitude subjective, jugement intuitif, intuition créative, *sensemaking*, processus cognitif, alignement structurel. -

Abstract

We analyze the investment opportunities's identification in the specific case of the innovative firm financing. The absence of relevant and objective informations at the early stage weaken the investor's postulated ability in estimating objectively the profitability of the entrepreneurial firms. Then, we study the real cognitive strategy underlying the sensemaking process around the potential of the projects by focusing on a specific actor, the Business angel (BA). We argue that this investment follows a process of intuitive judgment.

The research design is a qualitative inductive approach with data collected by observation and interviews. We build a model of how the BA cognitively interpret the innovative firm's potential in order to invest. We highlight also cognitive practices in reducing bias and errors during the sensemaking process. The BA's intuition at early stage must be viewed as a processus of meaning construction through labelling and speech articulation.

This thesis contributes to a better understanding of venture capitalist behaviors at early stage as well as a better comprehension of how meaning can be created intuitively in uncertain context. Theoretical propositions are made for future researches.

Key Words

Investment opportunity, subjective uncertainty, intuitive judgment, creative intuition, *sensemaking*, cognitive process, structural mapping.