



Quelle stratégie pour la mise en place des réseaux de business angels ? Quelques leçons des pratiques internationales

Frédéric NLEMVO

Professeur Groupe ESC Troyes (France)
217, avenue Pierre Brossolette - BP 710 - 10002 Troyes Cedex - France
Tél : +33 3 2571 22 45 - Fax : +33 3 25 71 22 38
E-mail : fnlemvo@esc-troyes.fr

Bernard SURLEMONT

Professeur ordinaire HEC Lausanne (Suisse)
E-mail : bernard.surlemont@hec.unil.ch

Hélène WACQUIER

Chercheur HEC Lausanne (Suisse)
E-mail : helene.wacquier@hec.unil.ch

Résumé

Dans son rapport « Stimuler l'esprit d'entreprise », l'OCDE souligne la nécessité de promouvoir le développement d'une culture entrepreneuriale dans les pays membres afin de soutenir la croissance et l'emploi. Se donner les moyens de s'appuyer sur une telle culture suppose d'examiner le problème du financement de la création et du développement des start-ups.

Or, conformément à la théorie de la hiérarchie des financements, dans son cheminement vers la croissance la PME en quête de financement passe généralement par une étape cruciale pour sa survie, dite financing gap. Au cours de celle-ci, la PME peine à trouver un écho favorable auprès des banquiers et du marché formel du capital-risque. Les motivations du refus de financement sont généralement l'absence de garanties et les risques.

En réponse aux inquiétudes des PME en prise à ce financing gap, les business angels sont susceptibles de leur apporter du capital ainsi que leur éventuelle expérience du monde des affaires. Mais, la discrétion de ces business angels ne facilite pas la tâche des entrepreneurs en quête de leur soutien.

En raison de l'importance potentielle des business angels dans la dynamique du développement économique, cette difficulté à faire se rencontrer de manière plus efficace offre et demande de financement est apparue comme une barrière stratégique à surmonter. Pour répondre à ce besoin résultant de l'inefficacité du marché du capital informel, des



réseaux de Business Angels (BAN) se sont progressivement organisés. Leur mission principale consiste à favoriser la rencontre de l'offre et de la demande de financement pour des projets en démarrage et/ou de très jeunes entreprises. Mais tant les modes de fonctionnement de business angels que de leurs réseaux sont assez mal connus et peu traités dans la littérature.

Par une approche de benchmarking, la présente étude analyse le fonctionnement d'un échantillon de BAN européens et américains. De ce fait, l'étude permet de mieux comprendre les rationalités des business angels, l'organisation, le fonctionnement et les objectifs de leurs réseaux ainsi que de ce mode de financement. Par ailleurs, à l'issue d'une analyse prospective des métiers de BAN, l'étude propose un cadre de référence, assorti de recommandations, de nature à éclairer les décideurs intéressés, quant aux actions et moyens à mettre en œuvre en vue d'un meilleur fonctionnement de ces réseaux. Et ce, dans la perspective, d'une part, de faciliter le financement de la croissance de PME et, d'autre part, de susciter des vocations entrepreneuriales – le financement, perçu comme obstacle rédhibitoire à l'acte d'entreprendre, pouvant être surmonté.

Mots clés

Business angels – Réseaux de business angels – Entrepreneuriat – Financement du développement de la PME – Financement de la croissance de la PME



Quelle stratégie pour la mise en place des réseaux de business angels ? Quelques leçons des pratiques internationales

1. INTRODUCTION

La vague entrepreneuriale qui déferle sur les pays occidentaux, sous l'impulsion de l'expérience américaine, s'accompagne de besoins accrus de capitaux pour le financement de PME. Dans ce contexte, les business angels (BA) sont montés au créneau et leur rôle est l'objet de beaucoup d'attention de la part des milieux académiques, des pouvoirs publics et des candidats entrepreneurs. En effet, pour lancer une PME, l'entrepreneur peut dans un premier temps compter sur son éventuelle épargne personnelle ou l'apport de ses proches (famille et/ou amis). Au-delà d'un certain seuil de développement, la PME éprouve des difficultés pour financer son expansion, ne pouvant la plupart du temps compter sur les banquiers en raison de l'insuffisance de garanties, ni sur le marché formel du capital-risque notamment pour les faibles montants sollicités. Passé ce stade intermédiaire mais crucial pour la survie – qualifié de financing gap, la PME devient plus facilement finançable par les investisseurs traditionnels (banques et venture capitalists), car en mesure de répondre à leurs exigences en matière de garanties et/ou de risques.

En réponse aux inquiétudes des PME en prise à ce financing gap, il existe pourtant des investisseurs particuliers qui apportent aux entreprises du capital mais surtout mettent aussi à la disposition de celles-ci leur expérience du monde des affaires. Si les BA exercent leurs activités depuis de très nombreuses annéesⁱ, ce n'est que récemment que l'on a pris conscience de leur rôle et de leur importance dans les stades précoces de la vie d'une entreprise. Les recherches sur le sujet sont d'ailleurs très éparées. En conséquence, le phénomène du développement des réseaux de business angels (BAN)ⁱⁱ est assez récent. Les premiers réseaux américains se sont créés au début des années 90. En Europe, ils ont vu le jour au milieu de la dernière décennie. Dans nombre de pays, la Belgique en particulier, l'expérience la plus ancienne n'a pas plus de cinq ans.

Dans ce contexte novateur, l'objectif de la présente étude est d'analyser le fonctionnement d'un échantillon de BAN au niveau européen et américain par une approche de benchmarking. L'idée est de mieux en comprendre l'organisation, le fonctionnement et les objectifs.



L'étude est structurée comme suit. Après un bref historique de la révolution entrepreneuriale en cours, suivi de la problématique du financement du développement de PME, nous présentons la méthodologie adoptée. Ensuite, nous passons en revue quelques enseignements issus de la rare littérature empirique consacrée au phénomène des BA et des BAN. Cette analyse met en évidence des typologies de ces investisseurs et de leurs réseaux et permet ainsi d'appréhender une réalité encore mal définie. Puis, via une approche essentiellement inductive, nous mettons en évidence les problématiques soulevées par le fonctionnement de tels réseaux afin de dégager les axes que tout initiateur de ce type de réseau devrait considérer. Ce choix méthodologique résulte du caractère exploratoire de cette étude, laquelle repose essentiellement sur des interviews de terrain auprès d'acteurs de BAN tant en Europe (Allemagne, Belgique, France et Pays-Bas) qu'aux Etats-Unis. L'étude se termine par une analyse prospective des BAN mettant l'accent sur des recommandations pertinentes, susceptibles d'éclairer les pouvoirs publics dans la mise en place d'un environnement plus propice au développement de tels réseaux.

2. LA REVOLUTION ENTREPRENEURIALE

Au cours des deux dernières décennies, les moteurs de développement économique au sein de la Triade (USA-Europe-Japon) se sont déplacés de façon spectaculaire. Les années 80 ont été marquées par une économie japonaise tournant à plein régime, avec des croissances moyennes de 2% supérieures aux autres régions développées du monde et des taux de chômage structurel proches de 0%. Le succès de l'économie japonaise fut tel que tous les spécialistes de l'économie et de la gestion se sont penchés avec attention sur le « modèle japonais » pour inspirer de nouvelles politiques économiques et stratégiques d'entreprises. Ce modèle fondé sur une organisation sociétale très structurée, une discipline d'entreprise très rigoureuse et une efficacité d'action redoutable était la référence de l'époque. Les conséquences de cette hégémonie ont été désastreuses pour leurs concurrents, en particulier, américains. Parmi les manifestations les plus spectaculaires de ce désarroi face au modèle japonais, la mode du "downsizingⁱⁱⁱ" et son cortège de licenciements massifs ont marqué les esprits au début des années 90. Les effets dévastateurs ont été tels que, depuis la crise de 1991, les entreprises de moins de 500 personnes sont à la base de la totalité de la création d'emplois aux USA. Une étude du Cabinet d'avocats PEE de New York (1999) rapporte que sur la période 1979-1995, les PME ont créé plus de 24 millions d'emplois, contrairement aux 500 plus grandes entreprises américaines qui ont baissé leurs effectifs du quart.



Le moteur américain s'est progressivement remis en marche au cours des années 90 pour véritablement décoller en fin de décennie avec les effets de la nouvelle économie comme carburant. Ainsi, au cours des 5 dernières années du millénaire passé, le taux de croissance moyen de l'économie américaine était supérieur d'environ 1% à celui de l'Europe et de celui du 2.5% du Japon, entré en récession économique.

C'est une véritable révolution entrepreneuriale qui est à la base de ce redressement spectaculaire américain. Les manifestations les plus spectaculaires de ce succès sont notamment: l'importance de la création d'entreprises, l'importance des investissements réalisés dans les nouvelles technologies^{iv}, l'explosion du nombre de fortunes réalisées par de jeunes entrepreneurs^v, l'explosion du montant investi dans le « private equity » par des investisseurs professionnels^{vi}, le développement spectaculaire des programmes de formation en entrepreneuriat dans l'enseignement supérieur et universitaire, l'essor de régions polarisées sur la création d'entreprises technologiques (Route 128, Silicon Valley, North Carolina Research Triangle, etc.).

Récemment, les autres économies occidentales ont pris conscience du retard accumulé par rapport à cette culture américaine si favorable au succès et si tolérante à l'échec. Dans son récent rapport « stimuler l'esprit d'entreprise », l'OCDE souligne cette nécessité de favoriser le développement d'une culture entrepreneuriale afin de soutenir la croissance et l'emploi^{vii}. Ce n'est dès lors pas un hasard si la Commission européenne et, à de degrés divers nombre de gouvernements régionaux (par exemple, le gouvernement wallon en Belgique) et nationaux^{viii} insistent tellement sur la nécessité de favoriser le développement de PME et de TPE (très petites entreprises).

3. LA PROBLEMATIQUE DU FINANCEMENT DU DEVELOPPEMENT DES START-UPS

Se donner les moyens de s'appuyer sur une culture entrepreneuriale suppose d'examiner le problème du financement de la création et du développement des start-ups. Les études consacrées à cette thématique ont toutes mis en évidence le rôle important du capital informel et, en particulier, des fonds investis par le créateur, sa famille et ses amis (Feeney et al., 1999 ; Freear et Wetzel, 1990. Mason & Harrison, 1994). Pourtant, à mesure qu'elles se développent, les jeunes entreprises ne peuvent pas toujours générer l'autofinancement nécessaire pour assurer leur croissance. Une étude américaine a, par exemple, montré que sur un échantillon de 107 entreprises nouvellement cotées, moins de 1% avaient pu parvenir au



stade de l'introduction en bourse sans recourir à des capitaux extérieurs (Liang & Prowse, 1998). Se pose dès lors la problématique du financement des ouvertures de capital successives.

A cet égard, la première est souvent la plus problématique pour l'entrepreneur. En particulier, l'on constate que les investisseurs professionnels sont difficiles à convaincre au stade précoce de la création de l'entreprise. Cette frilosité trouve plusieurs explications : (i) l'entreprise n'a pas encore fait ses preuves et dès lors, les investisseurs institutionnels manquent de repères pour se forger une opinion sur le potentiel du projet et du management en charge de celui-ci; (ii) la phase de démarrage est la plus risquée puisque c'est au cours des 5 premières années de la vie d'une entreprise que les taux de faillite sont les plus élevés (près de 60%) (Timmons, 1994); (iii) les montants à investir sont généralement faibles alors que la phase d'analyse d'un dossier d'investissement (« due diligence^{ix} ») représente un coût fixe. Les investisseurs professionnels, généralement à l'affût d'économies d'échelle importantes, préfèrent dès lors investir dans de gros dossiers. L'acuité de ce constat est renforcée par le fait que les très jeunes entreprises nécessitent généralement un suivi plus conséquent et dès lors des charges fixes plus importantes pour les gestionnaires de fonds.

Ce constat est corroboré par des faits chiffrés. Ainsi selon l'*European Venture Capital Association* (EVCA), les moyens de "private equity"^x investis dans les phases de start-up par les investisseurs professionnels représentent moins de 7% des fonds investis (EVCA, 1997). De même, soulignant l'importance des investisseurs informels, une étude américaine de la *Small Business Administration* indique que parmi les 355.000 "PME gazelles" américaines présentant un réel potentiel de croissance, seules 5.000 sont financées via des sociétés de capital-risque ou des Small Business Investment Companies^{xi} (Terry Bibbens, 1999). Cette situation génère ce que les spécialistes appellent un « financing gap », c'est-à-dire un véritable trou pour financer le passage de la prime jeunesse à l'adolescence de l'entreprise.

4. METHODOLOGIE

Afin de mieux connaître les problématiques liées à la création et au fonctionnement de réseaux de BA et d'essayer de déceler d'éventuelles "meilleures pratiques" en matière de gestion et d'animation de ces réseaux, nous avons, d'une part, effectué une recherche documentaire et, d'autre part, rencontré divers acteurs clés européens et américains dans le domaine des Business Angels, notamment des BAN (Cfr liste en annexe). Ces réseaux ont été identifiés et sélectionnés sur base de la littérature existante ainsi que des entretiens avec les



acteurs clés susmentionnés, de manière à offrir une diversité au niveau de la couverture géographique et des variantes du phénomène. Les interviews semi-directives des responsables des réseaux, d'une durée moyenne de 90 minutes ont été menées. Elles étaient principalement axées sur les thèmes suivants : l'historique du réseau, son organisation, le profil des investisseurs informels et des projets à financer, les types de services rendus (site Internet, organisation de forums d'investissement, newsletter, suivi, ...), la rémunération des services, les partenariats et contacts avec d'autres réseaux.

5. LES BUSINESS ANGELS ET LEURS RÉSEAUX

5.1. LES BUSINESS ANGELS

5.1.1. Le rôle fondamental des business angels

Ce n'est que très récemment que les milieux spécialisés ont pris conscience de l'importance du rôle de certains investisseurs privés dans le financement des entreprises en démarrage et, en particulier, pour combler le "financing gap". Ces investisseurs, aux profils divers (voir infra), disposent de moyens financiers, parfois importants, qu'ils cherchent à investir dans de jeunes entreprises. De tels investisseurs sont appelés "Business Angels"^{xii} (BA). Il n'existe aucune définition générale du concept business angels. Pour les besoins de la présente étude, nous retiendrons la définition suivante: *un Business Angel est une personne extérieure au cercle familial disposant d'une expérience d'entreprise et qui investit de l'argent et du temps dans des sociétés en phase de démarrage ou de développement.*

Comme le montre la figure 1, ces investisseurs d'un genre particulier contribuent à assurer la transition entre deux types de financements: d'une part, la famille et les amis (qui ont déjà "donné" et n'ont plus les moyens de suivre) et, d'autre part, les investisseurs professionnels qui considèrent ces entreprises comme trop petites et trop risquées.

Généralement, outre l'argent ces BA apportent d'autres éléments essentiels aux jeunes entreprises tels que des conseils, de l'expérience, voire de la crédibilité. En investissant dans les PME, les BA cherchent, certes, à réaliser de substantielles plus-values mais aussi bien souvent à assouvir un certain sentiment altruiste de favoriser le développement économique de leur région. Témoin, le fait qu'ils investissent généralement dans des projets localisés dans leur environnement économique proche, le plus souvent à moins d'une journée de déplacement en voiture de leur domicile. Ils éprouvent également un certain plaisir à aider de jeunes entrepreneurs, ce qu'ils ont très souvent été eux-mêmes par le passé. En général, ils

manifestent une forte propension à investir dans des secteurs qu'ils connaissent bien pour y avoir été actifs. Nonobstant cette préférence sectorielle, la plupart des études de terrain indiquent que leur critère prioritaire reste la confiance et le bon « feeling » à l'égard du porteur de projet. C'est ce qui explique en partie les taux de rejet très élevés de projets de la part des BA (Mason & Harrison, 1995; Riding et al., 1997^{xiii}).

Les BA sont généralement des investisseurs patients dans la mesure où la plupart ne recherchent pas une rentabilité immédiate et n'ont, contrairement aux investisseurs professionnels, bien souvent aucune pression d'investir. Ils peuvent attendre longtemps entre deux investissements. A cet égard, leur approche se démarque de celle des investisseurs professionnels en ce qui concerne les montants minima à investir. On considère généralement la fourchette moyenne d'investissement entre 100 000 et 500 000 Euros par dossier.

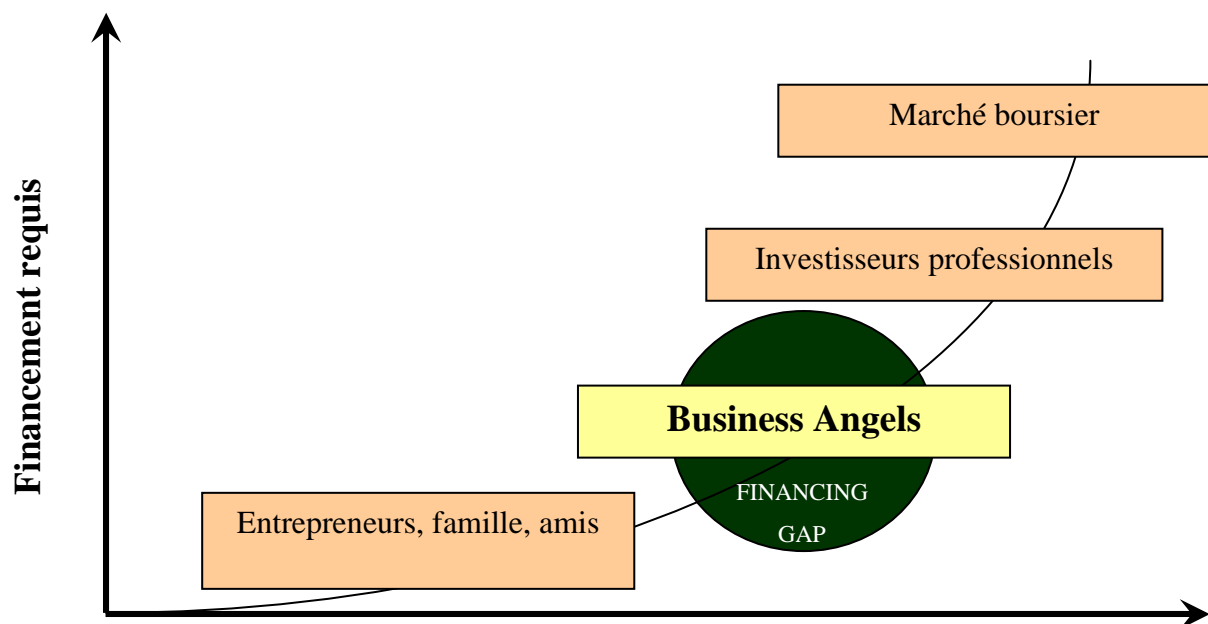


Figure 1: Les Business Angels face au financing gap

Malgré ces montants, apparemment faibles, le potentiel d'investissement que représente la population des BA se révèle de plus en plus comme la partie cachée de l'iceberg du financement par private equity (Leleux & Surlemont, 2002). Bien qu'il soit difficile d'estimer de manière précise les montants investis par ce biais, en raison de la discrétion qui entoure ce mode de financement, des études concordantes considèrent généralement qu'ils représentent plus d'une fois et demi les montants investis par les investisseurs professionnels. On estime,



par exemple, que par rapport aux 12 milliards de dollars investis par les investisseurs professionnels aux USA en 1997, les BA ont investi plus de 20 milliards de dollars (Loury, 1999). L'importance des BA comme source de financement des start-ups est également mise en évidence par une enquête américaine (Benjamin & Margulis, 1996) qui indique que sur 480 jeunes entreprises en quête de financement, 61% l'ont trouvé grâce aux BA.

5.1.2. Quelques caractéristiques comportementales des BA

Les études sur les BA font ressortir quelques récurrences comportementales qui portent essentiellement sur trois dimensions: les secteurs d'activité de prédilection, la localisation de leurs investissements et leurs critères d'investissements. En effet, même si certains BA, mus par des sentiments altruistes, sont portés sur les investissements à caractère philanthropique et social et requièrent de ce fait de faibles taux de rentabilité, la plupart recherchent plutôt des sociétés à fort potentiel de croissance, offrant des taux de rentabilité élevés et permettant ipso facto une sortie rapide, assortie d'une plus-value appréciable. Ils ne sont généralement intéressés que par les projets touchant leur domaine de compétences ou pour lesquels leurs réseaux de relations personnelles peuvent être exploités. Stephen Jahal, membre du Club d'investissement américain "Walnut Venture Associate" justifie cette attitude par le fait que: "C'est déjà assez facile de perdre de l'argent dans des secteurs qui sont familiers." Sous l'impulsion du succès des "role models"^{xiv} mondiaux que sont des entreprises de la "nouvelle économie" telles Microsoft, Cisco, Netscape, Intel, ... les BA en quête de forte rentabilité recherchent activement des opportunités d'investissement dans les technologies de l'information et de la communication (TIC). C'est ainsi que le critère "secteur d'activités connu" tend de plus en plus à s'estomper, sauf pour les métiers de la "vieille économie". Concernant les critères d'investissement, les plus importants sont entre autres l'existence de perspectives de plus-values financières, des perspectives de sortie attrayantes, les compétences managériales de l'entrepreneur ou de son management par rapport au projet à financer et, le cas échéant, des possibilités de co-investir avec des BA expérimentés ou d'autres institutions de renom.

5.1.3. Profil et motivations des BA : essai de typologie

Au delà de leur principal dénominateur commun qu'est la recherche de la discrétion, les BA se caractérisent par une grande hétérogénéité comportementale selon, entre autres, leur background (formation ou passé d'entrepreneur), le mode d'acquisition de leur richesse (travail ou héritage), leurs motivations (recherche de forte rentabilité ou penchant altruiste), le

degré d'implication dans la gestion de l'entreprise financée (activisme ou passivité) ou encore leurs préférences en termes d'horizon d'investissement.

A cet égard, différentes typologies de BA ont été dressées, notamment celles du Cabinet d'avocats new yorkais PEE (1999), de Coveney & Moore (1998), de Benjamin & Margulis (1996) et de l'étude du MIT (1999) sur les Business Angels. Ces typologies ont été élaborées au départ d'interviews des BA ainsi que de l'analyse des bases de données de grande taille^{xv}. Leur examen permet d'observer des recoupements, au-delà des deux facteurs principaux de différenciation : la terminologie utilisée et le souci de détail (par exemple, une classe éclatée en plusieurs catégories).

Malgré leurs différences en termes de nombre de catégories retenues (de 4 à 9), ces typologies font ressortir deux dimensions principales. D'une part, la première qui répartit les BA entre les actifs et les passifs, selon leur degré d'implication dans l'entreprise financée. D'autre part, la seconde qui les discrimine selon la fréquence de leurs investissements: de manière occasionnelle ou récurrente. La combinaison de ces deux dimensions permet de définir quatre catégories de BA reprises dans la figure 2: les occasionnels passifs, les occasionnels actifs, les professionnels passifs et les professionnels actifs. Il va de soi qu'entre les catégories extrêmes existent différentes nuances découlant des caractéristiques objectives des BA, notamment le passé entrepreneurial ou les montants qu'ils sont disposés à investir.

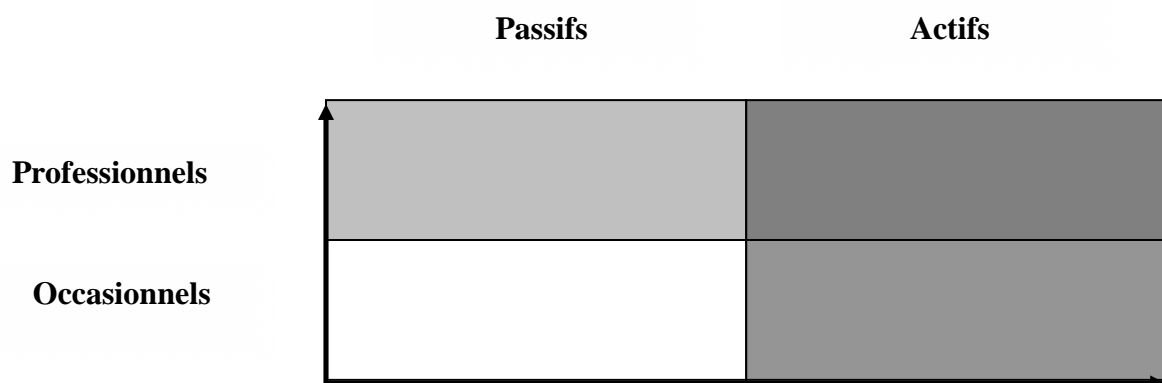


Figure 2: typologie synthétique des Business Angels

5.1.4. Les ressources apportées par les business angels

Au sein de chacune de ces quatre catégories, les BA se distinguent en fonction de l'importance de quatre types de ressources qu'ils peuvent apporter à l'entreprise: les fonds, l'expérience, les relations et le temps. Les fonds : Les fonds investis par les BA peuvent provenir de diverses sources : la revente d'une ou plusieurs entreprises ou de l'introduction en bourse, l'héritage



d'une fortune familiale, des économies du fruit leur travail, etc. En conséquence, selon les situations, les BA réaliseront des investissements plus ou moins importants dans les projets. Le cas échéant, ceux-ci seront opérés en syndication avec d'autres BA. Les relations : Certains BA disposent d'un réseau de relations très étoffé dans le milieu des affaires. Ces relations peuvent, le cas échéant, apporter de la crédibilité aux jeunes entreprises, notamment sous la forme d'une recommandation auprès d'un banquier, d'un contact privilégié avec un client ou encore avec des sous-traitants et/ou partenaires potentiels. De même, ces relations peuvent servir de levier auprès d'investisseurs formels ou informels, en particulier lorsque ces BA sont des personnalités notoires au sein de leur région ou véhiculent une image de "success story". En contraste, certains BA ne disposent pas de relations utiles à l'entreprise de sorte que leur apport sur ce terrain est marginal pour le porteur de projet. *L'expérience* : Les BA ne jouissent pas tous du même niveau et/ou type d'expérience. Certains disposent d'une expérience entrepreneuriale et/ou managériale dont ils peuvent faire profiter les jeunes entreprises. Leur intervention peut aller du simple conseil informel et gratuit à une véritable implication dans la gestion quotidienne de l'entreprise, en passant par des prestations ponctuelles facturées de type "consultance". Outre leur expérience généraliste en management, les BA apportent également leur expérience sectorielle, dans la mesure où ils investissent généralement dans des domaines d'activité connus. L'implication plus ou moins forte de ces investisseurs dans la gestion dépendra de leur expérience, de leurs motivations, mais également du temps disponible. *Le temps* : Le temps consacré par les BA aux PME est tributaire de leur profil. Certains BA sont des entrepreneurs ou des dirigeants d'entreprise à la retraite ou en fin de parcours professionnel qui n'exercent plus d'activité à temps plein mais souhaitent rester actifs. D'autres, par contre, sont dans le vif de leur carrière et ont une ou plusieurs occupations principales qui absorbent une part considérable de leur temps. Par leur prise de participation, certains BA cherchent à « s'acheter » un travail plutôt qu'à être de véritables investisseurs de terrain. Enfin, d'autres, après avoir fourbi leurs armes pendant un certain temps dans le monde des affaires, ont pour activité principale de prendre des mandats d'administrateurs ou des participations dans des entreprises.

5.2. MISE EN CONTACT DES BUSINESS ANGELS AVEC LES ENTREPRENEURS

Pour assurer la jonction entre les entrepreneurs et les BA, tout en respectant l'anonymat de ces derniers, il faut un intermédiaire. Celui-ci peut être de deux natures: informel et occasionnel ou formel et récurrent. Du point de vue des BA, les moyens informels sont constitués par de nombreux acteurs économiques en contact, de manière fortuite ou professionnelle, avec des



entrepreneurs à la recherche de financement : banquiers, comptables, consultants, avocats, etc. Il peut aussi être question de réseaux purement informels et sans aucune existence légale qui recherchent régulièrement pour leurs membres des opportunités d'investissement. A l'opposé, les services d'intermédiation ou BAN constituent des canaux plus formalisés. La rationalité à la base de l'existence de cette intermédiation (mise en liaison entre entrepreneurs et BA) résulte essentiellement d'un double phénomène : le goût du secret ^{xvi} des BA et leur plainte récurrente de ne pas pouvoir identifier facilement des projets prometteurs. En effet, si certains BA recherchent des projets de manière très proactive, la plupart n'investissent que suite à des contacts et sollicitations fortuits. En conséquence, pour les jeunes entrepreneurs en quête de fonds, les BA ne sont pas faciles à identifier. Les dénicher suppose souvent l'accès à des réseaux personnels, ce qui n'est pas toujours possible. Par ailleurs, les BA se plaignent généralement de la difficulté à identifier des bons projets correspondant à leurs critères d'investissement (secteur, montants, localisation, qualité du management, ...). Cette difficulté est accentuée par le fait que les BA ne sont pas toujours à la recherche active de projets. Plusieurs études de terrain ont ainsi démontré que la plupart des BA investiraient davantage s'ils étaient confrontés à plus de bons projets (Riding et al., 1997). Ces éléments indiquent que le marché du financement par les BA est un remarquable exemple de marché imparfait (OCDE, 1998; Wetzel, 1994) où l'information relative à l'offre et à la demande de financement circule très mal. A mesure que l'on a pris conscience de l'importance potentielle des BA pour dynamiser le développement économique, cette difficulté à faire se rencontrer de manière plus efficace offre et demande de financement est apparue comme une barrière stratégique à surmonter. Pour répondre à ce besoin résultant de l'inefficacité du marché du capital informel, des réseaux de Business Angels (BAN) se sont progressivement organisés. Leur mission principale consiste à favoriser la rencontre de l'offre et de la demande de financement pour des projets en démarrage et/ou de très jeunes entreprises.

5.3. LE RÔLE DES RÉSEAUX DE BUSINESS ANGELS (BAN)

5.3.1. Les avantages des BAN par rapport aux circuits informels

Par rapport aux circuits informels d'organisation de rencontres entre entrepreneurs et BA, les BAN présentent de nombreux avantages. Entre autres, ils offrent premièrement davantage de choix, aussi bien aux entrepreneurs qu'aux investisseurs potentiels ainsi que des opportunités de "syndication"^{xviii}, lorsque les projets requièrent plus de fonds que ne peut engager un seul BA. Deuxièmement, ils garantissent l'anonymat des parties (BA et entrepreneurs) tant que



l'intention de négocier n'est pas clairement exprimée, tout en leur offrant, dans le cas des BA, l'opportunité d'examiner des projets correspondant à leurs critères de sélection. Troisièmement, ils réduisent les coûts de recherche d'opportunités d'investissement ou de fonds aux parties en présence et facilitent aux entrepreneurs l'accès aux investisseurs réellement intéressés par leur type d'activité. Quatrièmement, ils offrent la régularité plutôt que la fortune, tant dans les sources de financement que dans celles des opportunités d'investissement.

5.3.2. Les différents types de BAN

A l'instar des BA, les BAN aussi se distinguent selon leur mode de fonctionnement. En effet, en réponse aux spécificités des BA et des entrepreneurs de leur réseau, voire de leur organe finançant, les BAN sont souvent amenés à opérer des choix qui sous-tendent leur stratégie en matière de détection, d'analyse et de sélection des projets. Ces choix stratégiques permettent de dresser des typologies comportementales de BAN. Alors que la littérature distingue généralement quatre types de réseaux (Coveney & Moore, 1998; Mason & Harrison, 1995) - peut-être par souci de parcimonie- notre examen des BAN aux USA et en Europe indique que ces classifications sont plus nombreuses encore, notamment selon les critères suivants : *Mode de financement du BAN* : Ce critère permet de distinguer deux grandes classes de BAN: les privés et les publics. Le réseau belge BAMS de Louvain-La-Neuve, financé essentiellement par des capitaux privés ou le français Business Angels.com ou encore l'anglais First Tuesday constituent des exemples de réseaux privés. Le réseau OION d'Oxford (Grande-Bretagne), subsidié par les pouvoirs publics locaux de la région d'Oxford, constitue un exemple de l'autre catégorie. Le réseau de la Vlerick School (Gand, Belgique), financé par les pouvoirs publics locaux ou européens, constitue également un exemple de réseau de type public. Il convient de noter que, indépendamment de la nature privée ou publique du réseau, pratiquement tous les réseaux recourent à du sponsoring privé ainsi qu'à des cotisations des membres, pour autant que la législation du pays l'autorise. Généralement, les BAN publics n'offrent qu'un service d'introduction ou de mise en contact informatisé ou via des publications ou des forums d'investissement. Par ailleurs, dans certains pays (par exemple, en Grande Bretagne) la loi leur interdit toute implication (par exemple, une prise de participation) dans les projets après la mise en contact.

Caractère commercial ou non commercial : L'orientation commerciale ou non d'un réseau comporte plusieurs implications dans les choix stratégiques du BAN, notamment sur son



attitude à l'égard du risque et sur les secteurs cibles. Ce critère induit deux grandes classes de BAN : la première - majoritaire - constituée de BAN sans but lucratif et généralement publics, et celle des BAN à but commercial. Généralement, ces derniers sont également de type privé et offrent divers services payants au-delà de la simple mise en contact. Le réseau américain PEAK du Colorado travaille sur cette base. Ce dernier exerce toute une série d'activités dont celle de BAN semble marginale en termes de contribution au chiffre d'affaires. Entre les deux extrêmes, on trouve des BAN mixtes. NBAN (Grande-Bretagne) par exemple est financé aussi bien par le *Department of Trade and Industry* (DTI) britannique que par des sponsors privés comme la Barclays et la Lloyds.

Stade de financement : L'un des principaux objectifs des BAN est de *combler l'equity gap* via les possibilités de financement offertes aux entreprises exclues de fait des circuits traditionnels de financement. Il s'agit généralement d'entreprises en quête de seed money (fonds d'amorçage) ou tentant de financer leurs premiers pas sur le marché (early stage). Même si la plupart des BAN répondent à ce profil, certains investissent également à d'autres stades de développement de l'entreprise. De ce fait, le critère "stade de financement", permet de distinguer les BAN se limitant à l'early stage des autres. A titre d'exemple, PEAK (Etats-Unis), OION et NBAN (Grande Bretagne) interviennent à n'importe quel stade de développement, allant jusqu'au management buyout et aux restructurations. Même dans le cas de tels réseaux, il existe des nuances notamment en termes de montants investis. En Grande-Bretagne, le réseau OION, par exemple, accepte des projets à tout stade de développement mais se limite à des investissements variant entre £10 000 et £500 000. Il en est de même pour NBAN mais la fourchette d'investissement de ce dernier oscille entre £20 000 et £400 000.

Secteur d'activité : Ce critère oppose les BAN généralistes - ces derniers n'ayant aucun a priori sur les secteurs d'activité - des spécialisés. First Tuesday (Londres), focalisé sur les projets liés à Internet, en est l'archétype. En raison notamment du fort succès d'Internet, jusqu'il y a peu, nombre de réseaux généralistes accordaient une importance accrue aux projets issus du secteur des NTIC. C'est, entre autres, le cas du réseau parisien Business Angels.com dont environ 60% des projets sont dans le cas. Si le réseau OION cible les opportunités d'investissement de la région d'Oxford quel que soit le secteur d'activité, il a cependant une spécialisation très marquée pour le high-tech. Le réseau NEBIB (Pays-Bas) par contre accepte les projets issus de tous les secteurs sauf l'immobilier, les loisirs, et le commerce de détail.

Couverture géographique : Ce critère permet d'opposer les BAN de type local ou régional de ceux de type national. En Grande Bretagne, des réseaux tels que OION (Oxford) ou LINC (Ecosse) agissent à une échelle locale tandis que NBAN a une couverture nationale. De même, en Allemagne, il existe des réseaux à



vocation locale ou régionale comme le Business Angels Club Berlin et des réseaux à vocation nationale comme BAND. En France, Invest'Essor a une vocation régionale, tandis que Business Angels.com a une vocation nationale. Nebib (Pays-Bas) également a une couverture nationale. En Belgique, BAMS est un réseau transnational, sa sphère d'action couvre toute la Belgique, le Luxembourg et une partie du Nord de la France. En raison de la petite taille de la Belgique et du Luxembourg et de leurs liens économiques étroits, ce réseau peut être assimilé à un réseau national. Le réseau OION (Grande-Bretagne), qui est régional, ne couvre en principe que l'agglomération d'Oxford. Toutefois, moyennant des cotisations plus élevées, il accepte également des projets issus d'autres régions.

Degré d'implication des BAN et gamme des services offerts : Alors que certains ne s'impliquent pas du tout dans les projets, limitant leur intervention à une rapide analyse des projets en vue de décider de leur insertion ou non dans leur base de données, d'autres par contre s'y impliquent davantage. Cette implication peut revêtir plusieurs formes, notamment la formation et l'harmonisation^{xviii} des Business Plans avant le forum d'investissement, la réalisation de la due diligence, les formalités d'intégration dans un centre d'entreprises ou un incubateur. La gamme des services proposés à leurs membres permet de mettre en évidence deux classes: les BAN à gamme de services étroite et les BAN à gamme de services large. La première catégorie extrême se limite à une simple introduction, laissant le soin aux parties de poursuivre les étapes ultérieures du processus. Le plus souvent, cette mise en contact prend la forme d'un "matching" (d'une mise en correspondance) par des procédés informatiques automatisés, des profils de BA et d'entrepreneurs en considérant prioritairement les membres du BAN puis, le cas échéant, en élargissant la recherche vers ceux des réseaux partenaires. En cas d'intérêt, le réseau lève l'anonymat en mettant les deux protagonistes en contact. Il convient de mentionner que certains réseaux à gamme de services étroite collaborent avec d'autres réseaux locaux à qui ils sous-traitent les services non fournis. C'est le cas des réseaux nationaux NBAN (Grande Bretagne) et BAND (Allemagne). Le premier dispose de 18 réseaux locaux affiliés, disséminés à travers la Grande Bretagne alors que le second en compte une dizaine sur toute l'Allemagne, avec 10 à 20 nouveaux en démarrage. L'autre catégorie extrême propose une variété de services - souvent payants - allant de l'aide à l'amélioration du business plan à la mise à disposition d'une équipe de management, en passant par des formations au processus d'investissement (workshops, séminaires, ...) et des forums d'investissement. Les réseaux PEAK (Colorado, USA) et NEBIB (Pays-Bas) en constituent des exemples.



5.3.3. Analyse des conditions de succès d'un réseau de BA : le point de vue des BA

Dans la mesure où le développement d'un réseau de BA repose notamment sur sa capacité à convaincre les BA de l'intérêt des services qu'il propose, il nous paraît indispensable de tenir compte de leurs opinions. A cet égard, nos recherches ont mis en évidence différents critères influençant la décision d'investissement d'un BA ou sa décision d'adhérer à un réseau existant. Les plus pertinents concernent : (i) Le "feeling" à l'égard de l'équipe porteuse du projet: la qualité du contact, l'alchimie entre le(s) porteur(s) de projet et le BA constituent des éléments qualitatifs essentiels dans la décision d'investir ou non dans un projet. (i) *La primeur de l'information* : les BA y attachent une grande importance et rechignent à analyser des projets de « seconde main », suspectés de n'avoir pu trouver de financement dans d'autres cadres. (ii) *L'efficacité* : Souvent très occupés et habitués à des comportements professionnels et efficaces, les BA sont friands d'informations concises et précises sur les opportunités d'investissement. (iv) *L'analyse préalable et la sélectivité* : les BA souhaitent que les projets qui leur sont présentés aient été analysés, qualifiés, évalués et correspondent à leurs critères d'investissement. (v) *La crédibilité*: la qualité des projets soumis par un réseau sera cruciale pour fonder sa crédibilité. (vi) *La confidentialité* : Les BA sont excessivement soucieux de conserver le contrôle de leur anonymat. (vii) *La défiance à l'égard des opérateurs publics* : pour les raisons évoquées ci-dessus, les BA sont généralement réticents à collaborer avec des réseaux gérés par des opérateurs publics.

5.3.4. Analyse prospective du métier des BAN

Au terme de nos recherches, il convient de constater qu'il n'est pas possible de faire émerger, au stade actuel du phénomène, un modèle de « best practice ». Ce constat s'explique notamment par l'aspect récent du développement des BAN, l'inexistence de critères généralement admis pour en mesurer les performances ainsi que par la formidable diversité des profils tant des BA que des réseaux. Toutefois, de nos investigations de terrain et de notre analyse émergent un certain nombre d'éléments sur lesquels nous basons les recommandations relatives aux domaines où l'action des pouvoirs publics semble la plus indiquée. Ils peuvent se résumer au travers des thématiques suivantes. *La difficulté de rentabiliser des activités de type « réseau de BA »* : Toutes les analyses consacrées au fonctionnement des BAN ont mis en évidence la difficulté de rentabiliser leurs activités, du moins au cours des premières années d'existence^{xix}. C'est la raison pour laquelle, d'une part, les initiatives privées sont encore rares en Europe^{xx} et, d'autre part, les pouvoirs publics ont



décidé de s'investir dans ces activités. *L'existence de segments de marché* : L'offre et la demande de financement de projets peuvent être analysées comme un véritable marché. Celui-ci peut faire l'objet d'une segmentation en fonction de variables pertinentes telles que le secteur d'activité, le stade de développement du projet, la localisation géographique et le montant recherché. C'est ainsi que certains réseaux se spécialisent par secteur, excluent les « véritables » projets start-ups pour se concentrer sur l'« early stage » ou le « capital development^{xxi} » ou encore, fixent des seuils d'investissement minima relativement élevés. On constate que la majorité des segments sont couverts tant par des acteurs publics que privés, bien que ces derniers aient tendance à se positionner davantage sur certains segments spécifiques^{xxii}. Seul le segment des projets à faible potentiel de croissance est délaissé par les réseaux privés, les « véritables Business Angels » ne prêtant généralement que peu d'intérêt à des projets dénués de perspectives de forte croissance et de rentabilité. *La nature des activités* : Les principaux grands domaines d'activité des réseaux sont : (1) la détection des BA et des porteurs de projets, (2) la mise en contact des protagonistes et (3) la prestation de services de support. Dans ces domaines, la palette des activités, et donc la valeur ajoutée qu'ambitionne d'apporter le réseau, varie fortement. Sur le terrain public/privé, il apparaît que plus les réseaux apportent de la valeur ajoutée, plus ils peuvent monnayer leurs services tant auprès des investisseurs que des porteurs de projets et dès lors se rapprocher d'un seuil de rentabilité. C'est ainsi qu'un réseau tel que l'allemand BAND, qui se « contente » de diffuser l'information sur les projets et les BA, pourrait difficilement être rentabilisé. *L'équilibre à réaliser entre les porteurs de projet et les BA* : Une question cruciale qui se pose aux réseaux de BA est de déterminer qui est le client « principal ». La plupart d'entre eux affirment s'adresser à la fois aux porteurs de projets et aux BA. Toutefois, plus les services que le réseau prétend apporter à ses clients s'étoffent, plus il lui est difficile de conserver son objectivité et, ce faisant, de répondre correctement aux besoins et aspirations à la fois du BA et du porteur de projet. En effet, plus le réseau s'investira dans la mission de trouver un financement pour les porteurs de projet, plus vraisemblablement il se rendra suspect auprès des BA qui ne souhaitent examiner que des projets « triés sur le volet ». A l'inverse, plus il sera sélectif dans ses choix gérés pour compte des BA, plus il générera de frustrations auprès des porteurs de projet. Ce paradoxe illustre la nécessité de réaliser un équilibre entre l'engagement pris pour atteindre les objectifs respectifs des BA et des porteurs de projet : trouver de bons projets et trouver un financement. Il illustre également la difficulté de maintenir cet équilibre à mesure que l'on étoffe les services offerts. Il soulève en fait un problème d'éthique et de déontologie du réseau. Ce problème est d'autant plus crucial que

qualité, crédibilité et primeur des projets présentés sont des facteurs qui conditionnent la capacité des réseaux à attirer des BA. Face à ces défis, nous proposons une analyse prospective sous la forme de recommandations aux pouvoirs publics quant au rôle des opérateurs publics, à la nature du soutien qu'il convient d'apporter aux initiatives privées en particulier lors du démarrage d'un réseau, et, le cas échéant, les aménagements fiscaux nécessaires.

5.4. QUELLE APPROCHE POUR SOUTENIR LES BAN

En réponse à ces défis, les pouvoirs publics peuvent développer deux types d'actions : d'une part, se substituer à l'initiative privée (développement de réseaux publics) et d'autre part, soutenir les initiatives privées^{xxiii}. Avant d'envisager d'éventuelles pistes d'actions, il importe d'apporter au préalable une réponse à deux questions essentielles : 1° Y a-t-il une place pour des opérateurs publics dans les métiers des BAN et, dans l'affirmative, laquelle ? 2° Est-il nécessaire de soutenir les opérateurs privés dans les métiers des BAN, et le cas échéant, dans quels domaines ?

5.4.1. La place des opérateurs publics dans les métiers de BAN

Résumant notre opinion sur la place des opérateurs publics dans les métiers de BAN, le tableau 3 distingue, d'une part, le potentiel de croissance des projets et, d'autre part, le degré de sélectivité opéré par les réseaux sur les projets. Il oppose trois grandes catégories BAN.

		Sélectivité à l'égard des projets	
		Faible	Forte
Potentiel de croissance des projets	Faible	<u>Opérateurs publics</u> <ul style="list-style-type: none"> • locaux • multiples • centrés sur les porteurs de projets 	X
	Fort	<u>Opérateurs publics/privés</u> <ul style="list-style-type: none"> • régionaux • en nombre limité • centrés à la fois sur les BA et les porteurs de projets 	<u>Opérateurs privés</u> <ul style="list-style-type: none"> • transrégionaux • multiples • centrés sur les BA

Tableau 3: Types d'opérateurs dans les métiers de BAN



La première catégorie fait référence aux réseaux qui visent des projets à faible potentiel de croissance (le commerce de détail ou le petit artisanat), dépourvus de caractère innovant et de potentiel d'exportation^{xxiv}). De toute évidence, il existe une place naturelle pour les opérateurs publics dans le soutien de ce type de projets (solutions de financement, formation, conseil, accompagnement), dans la mesure où les BA, au sens de la présente étude, ne sont pas susceptibles de s'y intéresser. En effet, le profil et surtout la motivation des investisseurs qui réaliseront des apports de type argent - temps - relations-expérience dans le cadre de tels réseaux seront vraisemblablement très différents de ceux des BA. Par ailleurs, le montant des apports en question sera généralement beaucoup plus faible. En toute vraisemblance, les motivations des investisseurs associés à ce type de réseau seront nettement plus altruistes et désintéressées. Il en ressort que cette réalité s'apparente plus à l'économie sociale qu'à celle de marché. Dans ce cadre, les réseaux pourront offrir tous les services évoqués dans la présente étude. Etant donné la nature des projets qu'ils visent, et en raison des effets bénéfiques de la subsidiarité, les opérateurs de ces réseaux doivent idéalement être locaux, c'est-à-dire distribués au niveau régional et proches du terrain. En termes de "clientèle", ils sont directement centrés sur les porteurs de projet en vue de leur venir en aide.

La deuxième catégorie concerne les réseaux ciblant prioritairement les projets à fort potentiel de croissance à l'égard desquels le réseau se limite à une faible sélectivité. La rentabilisation de ces réseaux « classiques » repose sur la constitution d'une masse critique de projets et de BA. A cet égard, leur vocation est régionale (portant sur une population de 3 à 5 millions d'habitants) et ils doivent assurer un équilibre entre les services offerts aux porteurs de projet et aux BA. Même si la présence d'opérateurs publics est envisageable dans ce créneau, elle n'est pas indispensable dans la mesure où ces activités peuvent également être développées – bien souvent de manière plus efficiente et crédible - par des acteurs privés. L'action publique pourrait dès lors se concrétiser par le soutien aux initiatives privées.

La troisième catégorie porte sur les réseaux orientés vers les projets à fort potentiel de croissance à l'égard desquels est mise en œuvre une forte sélectivité. Le rôle de ces réseaux, plutôt centrés sur les BA, tend vers la formulation de recommandations d'investissement. Il apparaît que dans ces types de réseaux, les opérateurs privés sont les plus susceptibles de développer une action crédible pour au moins trois raisons. Premièrement, de par leur « mission de même de service public », les opérateurs publics centreront vraisemblablement leurs activités et services sur les porteurs de projet en quête de financement plutôt que sur les personnes réputées « fortunées » que sont les BA^{xxv}. En conséquence, il leur sera difficile



d'adopter une attitude de forte sélectivité vis-à-vis des projets. Deuxièmement, ces réseaux publics tendront à être peu crédibles auprès des BA car leur analyse sera suspectée de biais en faveur des porteurs de projets. Cet effet sera renforcé par la défiance que les BA entretiennent généralement à l'égard de l'initiative publique. Troisièmement, dès lors que leur crédit est érodé aux yeux des BA, ces réseaux publics éprouveront beaucoup de difficulté à les attirer en nombre suffisant et de ce fait, à assurer le financement des projets. En conséquence, les porteurs de "bons" projets risquent de ne pas solliciter leurs services, accentuant ainsi leur manque de crédibilité auprès des BA. Ce mécanisme est typique des phénomènes de sélection adverse^{xxvi} par lesquels les mauvais projets « chassent les bons » et détruisent toute crédibilité du système.

5.4.2. La nécessité de soutenir les initiatives privées

En matière de BAN, le soutien public à l'initiative privée est primordiale, pour au moins deux raisons. D'une part, il existe un réel besoin de développer ce type de réseaux afin de soutenir le développement économique. D'autre part, la plupart des observateurs reconnaissent que ce type de réseau est difficilement rentabilisable à court terme. Les initiatives privées sont dès lors très timides en la matière et il convient d'analyser l'opportunité de les encourager sans s'y substituer^{xxvii}. Cet encouragement devrait les aider à surmonter trois de leurs difficultés majeures :

Générer un deal flow^{xxviii} de projets de qualité. Cela nécessite d'agir à la fois sur la quantité et la qualité des projets, au travers d'actions spécifiques sur la problématique des BAN mais de développement de politiques favorables à une culture entrepreneuriale. *Financer la phase de démarrage de BAN.* Dans la mesure où il existe une latence importante pour rentabiliser une activité de BAN (3 à 5 ans), rendant son développement peu attractif pour l'initiative privée, la mise en place de mécanismes de financement des phases de lancement des BAN serait opportune. *Attirer des business angels en suffisance.* De même que le deal flow de projets est un facteur de succès des réseaux, il est important de favoriser les vocations de business angels. La plupart des études consacrées à l'importance des capitaux informels comme source de financement ont mis en évidence, d'une part, l'existence de nombreux BA latents et, d'autre part, le fait que des montants supplémentaires considérables pourraient être dégagés si l'offre de projets start-ups était mieux structurée et l'investissement dans ce type de projets encouragé.



6. RECOMANDATIONS

Partant de ce qui précède, en vue de favoriser un environnement plus propice au développement de réseaux de BA, entre autres, les actions suivantes pourraient être menées par les pouvoirs publics nationaux ou locaux.

Une stratégie politique directement axée sur la promotion de l'entrepreneuriat. Celle-ci est de nature à renforcer la propension à se lancer et investir dans de nouvelles activités. En la matière, le premier pas pourrait utilement s'appuyer sur le principe d'Hippocrate : « D'abord ne pas nuire ». Deux types d'obstacles doivent être éliminés: les obstacles à l'entrée et à la sortie. Les obstacles à l'entrée concernent principalement le poids et la complexité des formalités administratives. De même, les dispositions fiscales devraient être plus simples et plus transparentes. Des systèmes fiscaux trop complexes peuvent gravement fausser la prise de décision. Les obstacles à la sortie concernent les coûts financiers et moraux de la cessation d'activité. Des études montrent que, en général, les pays présentant des taux de création élevés sont également caractérisés par des taux de cessation d'activités élevés (OCDE, 1998). De même, les Etats où les taux de survie des entreprises sont les plus faibles comptent parmi les plus prospères (p.46, OCDE,1998). Ce constat s'explique essentiellement par le fait que la capacité pour les entreprises de sortir rapidement et efficacement d'un marché renforce les capacités d'une économie de réaffecter des ressources entre différentes allocations concurrentes. Des progrès importants ont déjà été réalisés en la matière dans nombre de pays européens. En Belgique, par exemple, il s'agit de la réforme des faillites ou encore des projets de réduction des formalités administratives envisagés par les gouvernements régionaux et fédéral. Toutefois, au risque d'enfoncer des portes ouvertes, il nous paraît essentiel d'insister sur l'importance de développer davantage les politiques orientées dans ce sens.

Privilégier l'encouragement de l'initiative privée. A l'exception des initiatives visant les projets à faible potentiel de croissance, nous considérons qu'il est préférable de favoriser le développement de BAN privés plutôt que de créer des réseaux publics. Des formules intermédiaires sont cependant envisageables telles que des partenariats publics-privés.

Revoir la fiscalité sur les moins-values. Nos pérégrinations ont mis en évidence l'existence dans de nombreux pays européens de dispositions fiscales visant à favoriser l'investissement en private equity dans des projets start-ups . Une manière simple de réorienter certains moyens financiers vers les sociétés non-cotées, voire vers les entreprises en démarrage, consisterait à rendre fiscalement déductibles dans le chef de l'investisseur privé les moins-



values réalisées. Ce mécanisme serait de nature à modifier considérablement l'attitude de l'investisseur face au risque, en faveur d'entreprises en démarrage.

Financer les réseaux publics d'économie sociale. Il existe de réels besoins d'offrir des services tels que ceux proposés par les BAN aux porteurs de projets à faible potentiel de croissance. Dans la mesure où il est hautement probable que ces activités n'intéressent pas les acteurs privés, il existe une place naturelle pour l'initiative publique en la matière.

Favoriser le développement de programmes de formation à l'entrepreneuriat à tous les niveaux du système éducatif. Améliorer le deal flow passe par la révolution de vocations entrepreneuriales. Cette « révolution entrepreneuriale » doit passer par une révolution culturelle. Cet axe est mis en exergue dans un récent rapport de l'OCDE « stimuler l'esprit d'entreprise » qui souligne : *C'est probablement dans la création d'un système éducatif stimulant l'esprit d'entreprise et dans la mobilisation du soutien de l'opinion publique en faveur de l'entrepreneuriat que les pouvoirs publics ont le plus de possibilités d'innover* » (OCDE, 1998. p. 39). A côté du développement des programmes d'entrepreneuriat, il convient de financer le développement d'outils pédagogiques adaptés à cet enseignement (tels que le développement d'études de cas portant sur des projets locaux, la mise à disposition d'outils, d'études et d'analyses pour mettre au point des business plans,...). Enfin, il est également nécessaire de procéder à la formation de formateurs. Le domaine de l'entrepreneuriat est en effet très récent dans les sphères de la gestion. Il existe, dès lors, très peu de spécialistes formés en la matière et possédant une expérience. Sachant que ce domaine requiert une approche pédagogique adaptée et interdisciplinaire, organiser son enseignement par le biais de personnes sans expérience spécifique en la matière comporte le risque non négligeable de mal orienter les étudiants et les porteurs de projet.

Aider au financement des phases de démarrage des réseaux privés. Dans la mesure où les premières années de vie d'un réseau sont souvent déficitaires, la mise en place d'instruments permettant de favoriser le financement de cette phase serait souhaitable. Puisque les charges fixes des réseaux sont essentiellement constituées de frais de personnel, ce soutien pourrait, par exemple, prendre la forme de subsides à l'emploi pendant 3 à 5 ans. D'autres mesures pourraient être envisagées telles que l'octroi d'avances récupérables en fonction des profits réalisés dans le futur^{xxix} pour le financement de dépenses de promotion. De telles aides pourraient être octroyées pendant les trois premières années de vie de toute nouvelle société dont l'objet social est ciblé sur des activités de type réseau. Enfin, des aides spécifiques pour



la réalisation d'études de faisabilité (business plan, études de marché, évaluation technologique,...) seraient également les bienvenues.

Diffuser l'information sur les réseaux et initiatives existantes. Il faudrait aider les réseaux à se faire connaître à la fois pour améliorer leur notoriété et réduire le délai pour atteindre leur masse critique, informer au mieux les porteurs de projets des opportunités de financement existantes et favoriser la concurrence entre les réseaux. Les efforts d'information doivent également porter sur les sources de projets. En effet, un grand nombre de BA interviewés ont déploré le fait d'être insuffisamment informés des activités des universités et hautes écoles en matière de recherche et de transfert de technologies, et en particulier, de création de spin-offs

7. CONCLUSION

La vague entrepreneuriale qui déferle sur les pays occidentaux, sous l'impulsion de l'expérience américaine, s'accompagne de besoins accrus de capitaux pour le financement de PME. Ces dernières qui sont appelées à être les moteurs de la croissance économique éprouvent d'énormes difficultés à se financer dans leur prime enfance, problématique connue sous le vocable financing gap. En réponse aux inquiétudes des PME en prise à ce financing gap, les investisseurs que sont les business angels peuvent leur apporter du capital mais aussi mettre à la disposition de celles-ci leur expérience du monde des affaires.

Si les BA exercent leurs activités depuis de très nombreuses années, ce n'est que récemment que l'on a pris conscience de leur rôle et de leur importance dans les stades précoces de la vie d'une entreprise. Alors que ces investisseurs sont assez mal connus en raison notamment de leur discrétion légendaire et bien compréhensible, la présente étude relève le défi de lever un coin de voile sur leurs modes de fonctionnement et leurs rationalités.

Ainsi donc, la présente étude a examiné la problématique du financement du développement des PME en mettant en exergue le rôle que peuvent jouer les BA et leurs réseaux (BAN) en la matière. Dans cette perspective, elle permet de dresser un cadre de référence susceptible de servir de toile de fond à toute stratégie de mise en place de tels réseaux. Cet objectif est atteint au travers notamment de l'élaboration d'un tableau de correspondance entre, d'une part, la demande de financement émanant des entrepreneurs (dont les projets peuvent être à forte ou faible croissance) et, d'autre part, l'offre susceptible d'y répondre (d'origine privée ou publique). Il en résulte des recommandations invitant les pouvoirs publics à l'action en vue de développer un environnement plus propice au développement de BAN, dans la perspective de stimuler l'esprit d'entreprise et de soutenir ipso facto la croissance économique et l'emploi.



Le cadre d'analyse élaboré est de nature à alimenter la réflexion des décideurs, surtout publics quant à la nature des actions à mettre en place en vue de favoriser l'émergence de réseaux de business angels (BAN) efficaces et efficaces et de faciliter ipso facto le financement des start-ups viables, en prise au financing gap. Au-delà de cet apport, bien d'autres réflexions, à peine survolées dans la présente communication, mériteraient d'être approfondies. L'une d'entre elles porterait sur les critères de performances de tels réseaux, tâche qui appelle des recherches futures.

8. BIBLIOGRAPHIE

- Aernould, R, 1999, Business Angels : should they fly on their own wings ?, *Venture Capital*, vol. 1, n°2, pp. 187-195.
- Akerloff, G, 1970, The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, pp. 488-500.
- Benjamin, G. A. & J. Margulis, 1996, *Finding your wings (How to locate private investors to fund your venture)*, John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Bibbens T, 1999, *Where the capital gaps are and what securities innovations & changes are being made to fill the gaps*, Angels in the West (Forum), Nov. 8-9, Colorado Springs.
- *Dissemination report on the Potential for Business Angels Investment and Networks in Europe*, E-BAN, Eurada, February 1998, 74 p.
- European Venture Capital Association, 1997. Yearbook, Zaventem, Belgium.
- Feeny L., Haines Jr. G. & A. Riding, 1999, *Private investor's investment criteria: insights from qualitative data*, *Venture Capital*, vol; 1, n°2, pp. 121-145.
- Freear, J. & Wetzel W.E., 1990, *Who bankrolls high-tech entrepreneurs?*, *Journal of Business Venturing*, 5, pp. 77-89.
- Haar, N.E., Starr, J. & Macmillan, I.C., 1988, *Informal risk capital investors: investment, patterns on the East Coast of the USA*, *Journal of Business Venturing*, 3, pp. 11-29.
- Lange J., B. Leleux & B. Surlemont, *Angel Networks for the 21st Century : An Examination of Practices of Leading Networks in Europe and in the USA*, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson-Kaufman Entrepreneurial Research Conference, 2000.
- Liang, F. & S. Prowse, 1998, *The private equity market: an overview*, *Financial Markets, Institutions and Instruments*.
- Loury, K, 1999, *The state of angel capital investment in the United States*, Forum Angels in the West, Nov 8-9, 1999, Colorado Springs, Colorado.



- Mason, C & R. Harrison, 1994, *Why 'business angels' say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate*. In W. Bygrave, S. Birky, N. Churchill, E. Gatewood, F. Hoy, R. Keeley and W. Wetzel Jr. (eds.) *Frontiers of Entrepreneurial Research* (Wellesley, MA: Babson College).
- Mason, C & R. Harrison, 1994, *Informal Venture Capital in the UK*, In A. HUGHES and D.J. STOREY (eds.) *Finance and the Small Firm*, Routledge, London, 1994, pp. 64-111.
- Mason, C & R. Harrison, 1995, *Closing the regional equity gap: the role of informal venture capital*, *Small Business Economics*, 7, pp. 153-172.
- Mason, C & R. Harrison, 1997, *Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: is there still a role for the public sector*, *Small Business Economics*, 9, pp. 111-123.
- OCDE, 1998, *Stimuler l'esprit d'entreprise*, OCDE, Paris.
- OCDE, 1996, *Le capital-risque dans les pays de l'OCDE*, *Tendances des marchés des capitaux*, n°63, Paris, février.
- Pee de New York, 1999, *Mieux connaître le système des "business angels" américains (investisseurs privés qui contribuent fortement à la création des entreprises aux Etats-Unis)*, Pee de New York, 65p.
- Prowse, 1999, *Equity Capital and Entrepreneurs*, *Equity Capital Markets View from Wall Street*, pp. 11-26.
- Riding, A, Duxbury, L & Haes G. Jr., 1997, *Financing entreprise development: decision-making by Canadian angels*, *Proceedings of the Entrepreneurship Division of the Association of Management and International Association of Management*, August, pp. 17-22.
- Timmons, JA, 1994, *New Venture Creation, Entrepreneurship for the 21st century*, Fourth Edition, IRWIN, 796 p.
- Wetzel, WE, and Seymour, C., 1981, *Informal Risk Capital in New England*, US Small Business Administration, Office of Advocacy, Washington D.C.



– ANNEXE

L'échantillon des réseaux de business angels (BAN) analysés

<i>Nom du réseau (Business Angel Network)</i>	<i>Année de création</i>	<i>Pays</i>
First Tuesday - London (*)	1998	Royaume-Uni
British Venture Capital Association	1983	Royaume-Uni
Natwest Angels Service	1995	Royaume-Uni
National Business Angels Network (*)	1997	Royaume-Uni
European Technology Forum	1998	Royaume-Uni
Great Eastern Investment Forum	1994	Royaume-Uni
Venture Capital Report Ltd	1978	Royaume-Uni
Xenos	1997	Royaume-Uni
Cambridge Network	1998	Royaume-Uni
E-Start	1999	Royaume-Uni
OION - Oxfordshire Investment Opportunity Network – Oxford (*)		Royaume-Uni
Group Professional Networks	1994	France
IPEN - International Private Equity Network	1996	France
BusinessAngels.com (*)	1998	France
International Venture Capital Forum	1997	France
Planet Start-Up	1999	France
Capital-IT	1999	France
Defi Start-Up	1998	France
Leonardo Finance	1985	France
Invest'Essor (*)		France
ICEVED - Intl Center for Venture Development	1999	Espagne
Sitra (*)	1996	Finland
Smart Capital	1999	Suisse
Vlerick Business Angel Network – Gent (*)	1998	Belgique
WABAN – Mons (*)		Belgique
SOCRAN – Liege (*)		Belgique
BAMS - Business Angels Matching Services - Louvain La Neuve (*)	1999	Belgique
BeBAN – Brussels (*)		Belgique
NEBIB (*)		Pays-Bas
BAND (*)		Allemagne
Business Angels Club Berlin (*)		Allemagne
Wellspring Angel Fund	1998	Etats-Unis
Walnut Venture Associates		Etats-Unis
128 Venture Capital Group	1983	Etats-Unis
Angeltips.com, Inc.	1999	Etats-Unis
UniversityAngels.com	1999	Etats-Unis
CommonAngels.com	1998	Etats-Unis
The Enterprise Corporation		Etats-Unis
Technology Capital Network	1984	Etats-Unis
Colorado Capital Alliance – Boulder (*)	1996	Etats-Unis
PEAK – Boulder (*)		Etats-Unis

(*) : Les réseaux effectivement visités.

ⁱ Les premiers financiers qui ont soutenu les travaux d'Edison lors de la création de General Electric étaient déjà des Business Angels.

ⁱⁱ Par souci de simplicité, nous avons conservé l'acronyme anglais BAN : Business Angels Networks.

ⁱⁱⁱ Downsizing : réduction de personnel.

^{iv} Une étude de l'OCDE (1996) rapporte que les entreprises technologiques américaines attirent plus de fonds que leurs homologues des autres pays de l'OCDE. En 1994, 65% du capital-risque aux Etats-Unis ont été alloués à des firmes de ce secteur, contre 15% seulement en Europe.

^v Outre que plus de 60% des 500 plus grosses fortunes américaines sont le fait d'entrepreneurs de première génération, on estime aujourd'hui à 3 millions le nombre de millionnaires en dollars aux USA.

^{vi} Entre 1980 et 1995, ce montant a été multiplié par quinze, passant de 3 à 45 milliards de dollars (Prowse, 1999).



^{vii} Entre 1980 et 1995, ce montant a été multiplié par quinze, passant de 3 à 45 milliards de dollars (Prowse, 1999).

^{viii} Cfr la récente initiative en faveur de la création d'entreprises du premier ministre français Raffarin ainsi que le document de consultation nationale « Politique en faveur de l'innovation » publié conjointement en décembre 2002 par le Ministère français de l'économie, des finances et de l'industrie et le Ministère délégué à la recherche et nouvelles technologies.

^{ix} Due diligence : analyse très approfondie de tous les aspects d'un projet ou d'une opportunité d'investissement.

^x Private equity : Financement en capital d'entreprises non cotées.

^{xi} Aux Etats-Unis, les *Small Business Investment Companies* (SBIC ou *Sociétés d'investissement dans les petites entreprises*) sont des sociétés de capital-risque agréées par la SBA (*Small Business Administration*) qui assurent 10 à 15% de l'investissement total en capital-risque. Les SBIC sont autorisées à bénéficier de prêts de la SBA pour étayer leurs investissements et de certains avantages fiscaux. En échange, elles sont tenues à certaines limites concernant la dimension des sociétés dans lesquelles elles investissent ainsi que les acquisitions de participations majoritaires.

^{xii} Cette appellation trouve son origine au début du siècle. C'est de la sorte que l'on désignait de riches new-yorkais qui soutenaient la production de pièces de théâtre à Broadway.

^{xiii} Riding et al. 1997 rapportent qu'au Canada, 72.6% des deals sont rejetés à l'issue de la première analyse (premières impressions) et que 15.6% supplémentaires sont rejetés après lecture détaillée du business plan.

^{xiv} Role model : modèle de succès.

^{xv} Pour dresser leur typologie, Benjamin & Margulis (1996) ont entre autres analysé la base de données américaine de l'International Capital Resources (ICR) portant sur plus de 8 000 investisseurs et réalisé plus de 600 interviews d'investisseurs.

^{xvi} Généralement, ces personnes fortunées sont très jalouses de leur intimité et ne souhaitent pas être importunées en permanence par des porteurs de projet en quête de financement. Par ailleurs, elles font en général largement confiance à leur réseau de relations personnelles pour identifier des projets prometteurs.

^{xvii} Syndication : regroupement de plusieurs investisseurs dans le but de réunir des montants plus importants ou de partager les risques associés à un investissement.

^{xviii} A mentionner que même pour la catégorie des BAN qui s'impliquent peu, la réalisation d'un canevas unique de présentation de projets, reprenant les éléments essentiels à ne pas omettre constitue le minimum offert.

^{xix} La Commission européenne estime par exemple qu'il faut une période de 5 ans pour que les activités d'un BAN puisse atteindre un seuil de rentabilité satisfaisant.

^{xx} Bien qu'elles aient tendance à se multiplier (Mason, C & R. Harrison, 1997, *Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: is there still a role for the public sector*, *Small Business Economics*, 9, pp. 111-123).

^{xxi} Early stage : stade de lancement des produits ou services ; Capital development : financement pour l'expansion de l'entreprise.

^{xxii} Les acteurs privés visent plus volontiers les projets qui requièrent des montants d'une certaine importance et sont dans des phases de développement plus avancées. En outre, ils sont plutôt spécialisés par secteur avec une portée géographique plus large.

^{xxiii} Notons que nous distinguons deux catégories d'opérateurs: d'une part, les opérateurs issus de l'initiative des pouvoirs publics (appelés « opérateurs publics ») et d'autre part, les opérateurs issus de l'initiative du secteur privé auquel nous associons, par assimilation, les réseaux publics qui fonctionnent dans des conditions d'indépendance comparables à celles d'un réseau privé (appelés « opérateurs privés »).

^{xxiv} Ces projets sont notamment désignés par le qualificatif « life style » (Timmons, JA, 1994, *New Venture Creation, Entrepreneurship for the 21st century*, Fourth Edition, Irwin, 796 p.). Il s'agit de projets généralement portés par un seul individu qui ambitionne de faire de son projet une vie. A l'inverse, les projets à potentiel de croissance ont généralement une composante « innovation » très forte et un potentiel international marqué. Ils sont souvent portés par des équipes qui ambitionnent d'en faire un véritable business.

^{xxv} Même si, in fine, c'est un objectif de développement économique qui est poursuivi.

^{xxvi} Akerloff, G, 1970, *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics* 84, pp. 488-500.

^{xxvii} Ce qui semble, du moins en Europe continentale, la tendance observée jusqu'à présent.

^{xxviii} Deal flow : flux de projets en quête de financement.



^{xxix} Nous préférons les mécanismes d'avances récupérables aux subsides en raison, d'une part, de la responsabilisation plus importante qu'elles induisent au niveau des bénéficiaires et, d'autre part, dans la mesure où leur objet est de financer des activités qui sont amenées à devenir, in fine, rentables.