HAL
open science

# Entrepreneurs (novice vs. expert) et investisseurs : interactions et dynamique des rationalités (effectuale vs. causale)

Laurence Cohen, Kirsten Burkhardt

▶ **To cite this version:**

Laurence Cohen, Kirsten Burkhardt. Entrepreneurs (novice vs. expert) et investisseurs : interactions et dynamique des rationalités (effectuale vs. causale). 18ème Conférence Internationale de Gouvernance (CIG), Association Académique Internationale de Gouvernance (AAIG), May 2019, Bruxelles, Belgique. hal-02177388

**HAL Id: hal-02177388**

**https://univ-lyon3.hal.science/hal-02177388v1**

Submitted on 8 Jul 2019

**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.

# Entrepreneurs (novice *vs*. expert) et investisseurs : interactions et dynamique des rationalités (effectuale *vs*. causale)

Laurence Cohen
Université de Lyon, UJML3, IAE Lyon Magellan

Kirsten Burkhardt
Université de Bourgogne, IAE Dijon, CREGO

Avril, 2019

**Résumé / Abstract**

L'étude focalise son attention sur les mécanismes qui gouvernent les interactions entre l'entrepreneur/fondateur (novice ou expert) et les investisseurs spécifiques dédiés aux firmes émergentes (business angels (BAs) et sociétés de capital-risque (VCs)). En croisant les littératures en entrepreneuriat et finance entrepreneuriale, nous souhaitons comprendre si les rationalités retenues lors des prises de décision par ces trois acteurs (l'entrepreneur novice ou expert, les BAs et les VCs) favorisent ou non leurs interactions et comment ils s'influencent mutuellement au fur et à mesure que la firme se développe.
À ce titre, nous procédons à deux études de cas processuelles. Nos résultats montrent principalement que si la rationalité effectuale favorise l'interaction avec les investisseurs tels que les BAs lors de la création de la firme, la rationalité causale s'avère utile dans la recherche de financement auprès des VCs pour placer la jeune entreprise sur une trajectoire de forte croissance. Enfin, les BAs (anciens entrepreneurs à succès) peuvent jouer le rôle d'intermédiaires en aidant l'entrepreneur novice à basculer d'une rationalité effectuale vers une rationalité causale et en facilitant ainsi la recherche de financements auprès des VCs.

Mots clés : gouvernance, capital-risque, business angels, croissance de la firme, start-ups, rationalités effectuale / causale

**Abstract**

The paper studies the mechanisms that govern the interactions between the entrepreneur (novice or expert) and the specific investors of emerging firms (business angels (BAs) and venture-capital firms (VCs)). Combining both literatures on entrepreneurship and entrepreneurial finance, our aim is to understand if the rationalities of these three actors help them or not to interact, and, to study how they influence each other during the firm's growth.
In order to do so, we undertake two processual case studies. Our results show that effectual rationality underlines the interaction between the entrepreneur and the BAs at the creation of the firm, whilst causal rationality is helpful in the search for VC-investors in order to enable the firm's rapid growth. Finally, the BAs (previous successful entrepreneurs) can play the role of an intermediary, helping the novice entrepreneur to move from an effectual to a causal reasoning which help them to attract financing sources from VCs

Key words: governance, venture capital, business angels, growth of the firm, start-ups, effectuation, causation

# Introduction

La présente recherche - à l'intersection de deux champs de la littérature : l'expertise de l'entrepreneur (novice *vs.* expert) et le financement des jeunes entreprises par BAs et VCs -, vise à comprendre si les rationalités effectuales ou causales retenues par ces acteurs favorisent, ou non, leurs interactions lors de la création et du développement de la firme. Notre contribuons ainsi à la théorie de l'effectuation (Sarasvathy, 2001) par une meilleure compréhension de son applicabilité à l'entrepreneur qui lève des fonds auprès des BAs et VCs pour développer son entreprise.

Les travaux portant sur la prise de décision lors de la création d'entreprise montrent que les entrepreneurs experts recourent en phase de décision à une rationalité effectuale, alors que les entrepreneurs novices utilisent une rationalité causale (Read, Wiltbank et Sarasvathy, 2004 ; Dew et *al.* 2009, p.298-299). Ces travaux font suite à l'article « causation versus effectuation » de Sarasvathy (2001) qui met en avant une forme de rationalité effectuale que déploient des acteurs économiques lors de situations caractérisées par une incertitude radicale incrémentale. Cette rationalité inverse complètement les processus de prise de décision classiquement retenus notamment en sciences de gestion, et que l'auteure qualifie de causales (par exemple, la rationalité limitée calculatoire ou la rationalité limitée procédurale). Effectivement, plutôt que de se fixer un objectif et de se procurer les moyens pour l'atteindre (causation), la rationalité effectuale part des moyens à disposition pour élaborer divers effets possibles qui se concrétisent au fil du temps et des événements mais qui ne sont pas nécessairement spécifiables à l'avance. La rationalité effectuale rejette de ce fait l'utilisation des méthodes traditionnelles (enquêtes, prévisions, données chiffrées, calculs de la VAN, …) étant donné que le contexte décisionnel hautement incertain ne permet pas leur application en raison de l'absence complète des informations nécessaires aux calculs (Alvarez et Barney, 2007). Ainsi, la rationalité effectuale n'est pas censée se substituer aux causales. Les deux rationalités peuvent être déployées par un même acteur, en fonction du contexte décisionnel. Au fur et à mesure que le projet avance et que l'incertitude diminue, les acteurs (entrepreneur, BAs) peuvent basculer d'une rationalité effectuale vers une rationalité causale.

Plus précisément en finance entrepreneuriale, Wiltbank et *al.* (2009) ont observé que dans les prises de décision stratégiques, les investisseurs, tels que les BAs et VCs, ne mobilisent pas tous la même rationalité, recourant à l'effectuation ou la causation selon des degrés variables. Les VCs utilisent habituellement une rationalité causale. Les BAs peuvent avoir recours à des rationalités à la fois effectuale et causale dans leurs décisions d'investissement. Ils peuvent

être soit plus causaux à la manière des VCs, soit plus “effectuateurs” comme les entrepreneurs experts (Bonnet et Wirtz, 2010, p.12).

Si l’effectuation a trouvé sa place dans les recherches en entrepreneuriat (Sarasvathy, Read et Wiltbank, 2016), à ce jour seules quelques études se sont intéressées aux différents aspects suivants :

- à la logique dominante en termes de gouvernance dans les interactions entrepreneur-investisseurs lors du processus d’investissement (Bonnet et Wirtz, 2010),
- à la nature et à la qualité des relations entre les différents investisseurs et l’entrepreneur dans le sens où ces investisseurs peuvent exercer une influence sur la performance (Wiltbank, 2005; Wiltbank *et al*. 2009),
- ou à la rationalité sous-jacente aux interactions entre BAs, VCs et l’entrepreneur quand ceux-ci décident de co-investir ensemble (Bonnet et Wirtz, 2012).

À notre connaissance, aucune étude empirique ne s’est intéressée à montrer en profondeur l’évolution de la rationalité (effectuale *vs*. causale) mise en œuvre par l’entrepreneur (novice ou expert) entre le moment de la création et la phase de développement de la jeune entreprise et lors de ses interactions avec les BAs et VCs. C’est ce que nous nous proposons d’étudier. Les critiques sur l’effectuation soulignent par ailleurs d’une part un manque de robustesse des fondements théoriques (Sarasvathy et Germain, 2011 ; DeTienne et Chandler, 2010) et d’autre part un manque d’intégration avec d’autres concepts, modèles et théories (Arend et *al.* 2015). Pour combler ce manque dans la littérature, il est donc d’un grand intérêt de s’interroger sur l’ancrage de la théorie de l’effectuation dans le champ de l’entrepreneuriat et son applicabilité aux acteurs de la finance entrepreneuriale : l’entrepreneur et les investisseurs (BAs et VCs).

Notre recherche tente ainsi de répondre aux questions suivantes : Quelle est la rationalité (effectuale vs. causale) sous-jacente de l’entrepreneur (novice vs. expert) dans le processus de création d’entreprise et la recherche de financement ? Comment celle-ci évolue-t-elle au fur et à mesure que l’entreprise croît, que l’environnement devient moins incertain ? Dans la recherche de financement, la logique effectuale de l’entrepreneur favorise-t-elle la venue des VCs ou en est-elle un frein ?

Notre objectif est de parvenir à une compréhension plus fine des interactions entre l’entrepreneur (novice vs. expert) et les différents investisseurs, d’une part, et les rationalités (effectuale vs. causale) mises en œuvre lors du processus d’investissement des entreprises par BAs et VCs, d’autre part. Afin de capturer ces dynamiques relationnelles complexes et de répondre à ces questions, la méthodologie retenue pour conduire nos travaux repose sur la réalisation de deux études de cas. Les études de cas sont pertinentes lorsqu’on étudie les

interactions entre différents acteurs et lorsque les concepts observés sont difficiles à capturer à travers des données numériques (Yin, 1994). Plus précisément, nous comparons la rationalité de deux entrepreneurs lors de la création de la jeune pousse et dans leurs relations avec les investisseurs BAs et VCs au cours du processus d'investissement. L'un expert (Primo1D), c'est-à-dire ayant une expérience professionnelle passée de directeur de grand groupe à l'international et une connaissance du secteur technologique, l'autre novice (Imageria[1]), c'est-à-dire qui crée sa première entreprise (Westhead et Wright, 1998, p. 176).

A partir de ces deux études de cas, notre étude montre que dans les interactions avec les investisseurs, l'entrepreneur expert utilise une approche causale pour lever des fonds auprès des BAs et VCs afin de placer la jeune entreprise sur une trajectoire de forte croissance alors que l'entrepreneur novice a une préférence pour la logique effectuale dans la création de la start-up et dans ses relations avec les BAs. Nous montrons que, la jeune pousse se développant, les BAs (anciens entrepreneurs experts) comprennent la nécessité d'une rationalité plus causale pour attirer les VCs et accompagner la croissance de la société.

Afin de répondre à nos questions de recherche, l'article se divisera en trois sections. La première, en lien avec la théorie de l'effectuation (Sarasvathy, 2001), propose une revue de la littérature sur les rationalités effectuales et causales déployées par les entrepreneurs novices et experts d'une part, et d'autre part, sur les rationalités déployées par les investisseurs (BAs et VCs) accompagnant les jeunes pousses. Dans la deuxième section, nous présentons notre méthodologie et champ empirique. Notre recherche qualitative se base sur deux études de cas processuelles de nature exploratoire. Dans la troisième section, nous présentons les résultats et comparons les observations de nos deux études de cas au regard des approches effectuales et causales exposées de manière succincte dans la revue de littérature. Nous concluons notre recherche avec un résumé de nos contributions et l'exposé de nos propositions de recherche ainsi que ses implications théoriques et managériales.

## 1. Revue de la littérature

La littérature en entrepreneuriat a mis en exergue le rôle des rationalités effectuales et causales dans la création, la détection et l'exploitation d'opportunités d'investissement. Nous pouvons examiner cet aspect suivant deux perspectives : dans un premier temps, en nous attachant aux caractéristiques de l'entrepreneur : novice *vs*. expert ; dans un second temps, en analysant les spécificités des investisseurs (BAs et VCs) qui accompagnent les entrepreneurs

[1] Pour des raisons de confidentialité, les noms de la société, des co-fondateurs et des BAs ont été anonymés

dans les phases de création et de croissance de l'entreprise. Dans un troisième temps, nous présentons la littérature émergente sur les interactions entre l'entrepreneur et les investisseurs (BAs et VCs).

### 1.1. L'effectuation et l'expertise des entrepreneurs (novice vs. expert)

Pour Sarasvathy (2017), l'approche effectuale est une méthode qui permet de faire face aux défis du lancement, puis de la croissance de projets entrepreneuriaux et, ainsi, de l'entreprise. Cette rationalité particulière décrite dans la littérature entrepreneuriale conçoit l'identification des opportunités comme une activité où l'entrepreneur co-construit activement des opportunités nouvelles avec son environnement à partir de trois catégories de ressources qui lui sont propres : qui je suis (ses caractéristiques), ce que je connais (ses savoirs) et qui je connais (ses réseaux, partenaires etc.) (Sarasvathy, 2001 ; Dew et *al.* 2009). Depuis plus de 15 ans, un nombre important d'études ont permis d'examiner l'entrepreneuriat sous l'angle de l'effectuation et de développer ainsi une variété d'idées liées à cette approche (Sarasvathy, Read et Wiltbank, 2016). Un premier courant s'est intéressé aux différents principes et à la notion d'expertise (Dew et *al*. 2008, 2009 ; Dew et Sarasvathy, 2007 ; Dew et *al*. 2009; Sarasvathy et *al*. 2008). Un second courant, aux frontières de l'effectuation en étudiant l'investissement des BAs, la conduite des projets en R&D, les décisions stratégiques (Wiltbank et *al*. 2009 ; Deligianni, Voudouris et Lioukas, 2015). Ces études ont montré que l'applicabilité de la rationalité effectuale est vaste. D'autres études ont été menées pour relier l'effectuation à la littérature entrepreneuriale et préciser les conséquences des rationalités effectuales et causales (da Costa et Brettel, 2011 ; Johansson et McKelvie, 2012 ; Alsos et Clausen, 2014 ; Harms et Schiele, 2012 ; Engel et *al*. 2014 ; Gabrielsson et Politis, 2011). Enfin, plusieurs études ont testé les relations entre l'effectuation et les différentes stratégies : l'internationalisation, la performance des jeunes entreprises, le processus de création de nouveaux produits, les conflits au sein des relations entrepreneur-investisseur (DeTienne et Chandler, 2010 ; Harms et Schiele, 2012 ; Kalinic, Sarasvathy et Forza, 2014 ; Brettel et *al.* 2012 ; Deligianni et *al*. 2015 ; Blauth, Mauer, et Brettel, 2014 ; Appelhoff et *al*. 2015).

Plus spécifiques à notre sujet, les travaux de Read, Wiltbank et Sarasvathy (2004) et Dew et *al.* (2009, p.298-299), montrent que les entrepreneurs experts prennent leurs décisions en utilisant une rationalité effectuale : ils rejettent l'utilisation des méthodes traditionnelles : enquêtes, prévisions, données chiffrées ; ils s'appuient sur leur réseau ; ils mettent l'accent sur la perte acceptable plutôt que sur le retour sur investissements attendu. En revanche, les entrepreneurs novices utilisent une rationalité causale. Dew et *al*. (2009) utilise le terme « novice » en l'opposant à celui « d'expert ». Un entrepreneur est ainsi qualifié d'expert

lorsqu'il possède au moins 10 années d'expérience dans son domaine ou qu'il a été impliqué dans la création de plus de deux nouvelles entreprises (Dew et *al*. 2009, p.294 ; 2015, p.32). L'entrepreneur expert va mettre à profit son expertise en s'adaptant aux conditions de son environnement et aux changements et en étant capable de modifier sa stratégie et ses objectifs (Winkler et *al.* 2016).

Si les entrepreneurs novices peuvent varier dans la rationalité employée (effectuale ou causale) au fur et à mesure que leur expertise croît, ils développeront une claire préférence pour les logiques effectuales en début du projet entrepreneurial (Read, Wiltbank et Sarasvathy, 2004 ; Read et Sarasvathy, 2005, p. 23). Ensuite, au fur et à mesure que l'entreprise se développe et que l'incertitude diminue, l'approche effectuale qui avait contribué à la survie et à la croissance de la jeune entreprise est alors moins appropriée. Pour que l'entreprise continue à croître, les entrepreneurs doivent basculer d'une rationalité effectuale vers une rationalité causale. Il est alors possible que l'entrepreneur à raisonnement effectual quitte l'entreprise pour laisser la place à un agent privilégiant le raisonnement causal (Read et Sarasvathy, 2005, p.25).

### 1.2. Les rationalités déployées par les BAs et VCs

L'entreprise en création se finance principalement grâce aux apports du fondateur et de ses proches (Alvarez et Barney, 2007). Cette source de financement est cependant limitée et se révèle le plus souvent insuffisante. Les jeunes entreprises doivent ainsi recourir au financement externe alors qu'elles ne se situent que dans les premières phases de la mise en place du projet innovant, parfois avant même d'avoir débuté la commercialisation de leur produit. Si ces start-ups sont considérées comme des entreprises à fort potentiel de croissance, elles sont aussi caractérisées par un risque élevé. L'accès au prêt bancaire est difficile pour diverses raisons : le manque d'un historique de bilans informant sur la performance de l'entreprise *;* le caractère innovant du projet nécessitant une expertise technique pour évaluer le risque ou le caractère innovant du projet. L'entrepreneur se tourne le plus souvent vers des intermédiaires spécialisés comme les business angels (BAs), personnes physiques et/ou les sociétés de capital-risque (VCs) à même d'étudier de manière approfondie une stratégie d'affaires, de sélectionner de façon exigeante les projets prometteurs et d'organiser la syndication des financements[2]. Ces investisseurs apportent non seulement leurs ressources financières mais potentiellement leurs compétences et connaissances du secteur, leurs réseaux (fournisseurs, clients) (BAs), leur expertise financière (VCs); ils procurent des conseils en

[2] CAS, La note d'analyse, Septembre 2011, N° 237

matière de recrutement et de management (VCs) afin de permettre au porteur du projet d'exploiter l'opportunité entrepreneuriale (Aernoudt, 1999b; Van Osnabrugge et Robinson, 2000 ; Wirtz et *al*. 2013 ; Wallmeroth et *al.* 2018).

Wiltbank et *al.* (2009) ont observé que dans les prises de décision stratégiques, les investisseurs externes, tels que les BAs et VCs, ne mobilisent pas tous la même rationalité, recourant à l'effectuation ou à la causation selon des degrés variables (Dew et *al.* 2008 ; Wiltbank et *al.* 2009). De la littérature, il ressort que les VCs utilisent habituellement une rationalité causale basée sur l'utilisation des outils de prévision standards (Business plan, calcul de la VAN, du TRI etc.) pour saisir les opportunités, déterminer les objectifs et les retours attendus sur investissements (Wiltbank et Sarasvathy, 2002, p. 2), alors que le processus cognitif des BAs, plus proche de celui des entrepreneurs, apparaît être plus intuitif et effectual (Bonnet et Wirtz, 2012). Pour Schmidt et *al.* (2018, p.493), les BAs ont intérêt à conserver une approche effectuale orientée sur les moyens pour dynamiser le processus entrepreneurial en phase post-investissement. En effet en s'appuyant sur les ressources à disposition, -ce qui signifie pour les BAs : leurs connaissances, leurs compétences, leurs réseaux,- ces investisseurs peuvent participer plus activement à co-créer avec l'entrepreneur le potentiel de croissance de la jeune entreprise. De nombreuses études (Wiltbank, 2009 ; Bonnet et Wirtz, 2012, 2013 ; Crick, 2018) montrent aussi que les BAs utilisent, à des degrés variables, dans leur décision d'investissement une rationalité aussi bien causale qu'effectuale. Ils peuvent soit se rapprocher du comportement des VCs (plus causal), soit de celui des entrepreneurs experts, (plus effectual). Le processus d'investissement (sélection, évaluation, levée de fonds) serait alors une combinaison de ces deux rationalités. À l'aide d'un échantillon composé de plus de 2700 évaluations émis par des BAs aux États-Unis à propos de 150 jeunes pousses, l'étude de Wiltbank et *al*. (2009) montre que les BAs expérimentés dans les actions entrepreneuriales telles que la création d'entreprise ont tendance à adopter une rationalité effectuale, alors que les BAs moins expérimentés dans les actions entrepreneuriales adoptent plutôt une rationalité causale. Ils montrent par ailleurs que les BAs accoutumés à investir dans les jeunes pousses ont tendance à adopter une rationalité causale à l'instar des VCs. Les BAs étant décrits dans la littérature comme ayant une orientation entrepreneuriale (Lindsay, 2004) et une expérience présente ou passé d'entrepreneurs à succès (Morrissette, 2007), les résultats de ces auteurs sont conformes aux études citées plus haut sur les entrepreneurs novice *vs*. expert entrepris par Read, Wiltbank et Sarasvathy (2004) et Dew et *al.* (2009, p.298-299).

### 1.3. Interactions entre entrepreneur, business angels et capital-investisseurs, contributions

Si les deux littératures présentées ci-dessus sont de nos jours bien étayées, plus rares sont les études qui les combinent pour se focaliser explicitement sur les interactions entre les entrepreneurs et leurs investisseurs, tels que les BAs et les VCs.

Les études sur la relation entre expertise et approche effectuale ont montré que si les entrepreneurs experts adoptent plus facilement une approche effectuale, les novices tendent à suivre une logique causale (Read, Wiltbank, et Sarasvathy, 2004). Si les entrepreneurs experts n'ont pas de préférence pour les outils prédictifs dans leur prise de décision, il est facile de comprendre que les entrepreneurs partagent peu avec les investisseurs qui ont, par la nature de leur fonction, une logique principalement causale. Read et Sarasvathy, (2005, p.25) soulèvent ainsi ces questions : les investisseurs en phase d'amorçage doivent-ils adopter une approche moins prédictive ? Ou les entrepreneurs experts doivent-ils présenter des informations prédictives aux investisseurs tout en agissant de manière effectuale dans le management de leur entreprise ?

La littérature a montré que BAs et VCs ont typiquement des caractéristiques cognitives différentes en termes d'expérience professionnelle et de processus cognitif (effectuation *vs.* causation). Si l'écart cognitif est trop important entre l'entrepreneur et les investisseurs, la relation entre eux pourra être interrompue sans que les financements puissent être mis en place. Selon Bonnet et Wirtz (2010), cet écart cognitif peut être néanmoins réduit. De par son expérience entrepreneuriale, le BA peut présenter des similitudes avec l'entrepreneur et le VC (certains BAs sont à cheval entre les deux mondes). Ainsi, suivant son « identité » plus entrepreneuriale ou actionnariale, le BA partage les caractéristiques cognitives aussi bien de l'entrepreneur (effectuales) que du VC (causales). Il peut ainsi favoriser en phase pré-investissement une mutuelle compréhension et interaction entre le VC et l'entrepreneur. Dans le cas d'un co-investissement (séquentiel ou simultané) entre BAs et VCs, les BAs peuvent réduire l'écart cognitif entre les VCs et l'entrepreneur par leurs capacités à combler le manque de compétences de l'entrepreneur ou de l'équipe managériale, par leur implication en phase post-investissement (Harrison et Mason, 2000) et par leurs capacités à traduire le projet entrepreneurial en langage financier (causale) auprès des VCs (Bonnet et Wirtz, 2010). Bonnet, Wirtz et Haon (2013) analysent les interactions entre investisseurs (BAs et VCs) dans les firmes émergentes. Ils confirment sur un échantillon plus large les résultats mis ultérieurement en évidence dans une étude de cas (Bonnet et Wirtz, 2012), à savoir que les BAs adoptant une rationalité causale attirent assez rapidement des VCs en co-investissement,

permettant ainsi le financement et l'accompagnement de l'hyper-croissance de jeunes firmes. L'étude est cependant plus focalisée sur les interactions BAs-VCs que sur les interactions investisseurs-entrepreneurs.

Une étude plus récente (Appelhoff et *al.* 2015), a étudié comment les approches causale *vs*. effectuale peuvent augmenter (ou réduire) la perception des conflits par les entrepreneurs dans ses relations avec les investisseurs et plus particulièrement les VCs. Les auteurs montrent que les conflits investisseur-entrepreneur peuvent être réduits par une approche causale face aux imprévus. Alors que l'approche effectuale de l'entrepreneur en termes de pertes acceptables permettra de réduire les conflits avec le VC qui par nature attend un rendement élevé de son investissement. En effet l'entrepreneur qui ne peut dépenser que ce qu'il peut se permettre de perdre, respectera les contraintes budgétaires et il ne sera pas nécessaire pour le VC de renégocier les termes financiers du contrat (*ibidem*, p.616-617).

Crick et *al.* (2018) s'interrogent sur les critères d'investissement (causal *vs*. effectual) des BAs. Les auteurs (*ibidem*, p.27) montrent que les critères prédictifs (prévisions, études et business plan) sont nécessaires à l'entrepreneur pour convaincre les investisseurs. Tandis que les investisseurs mettent en avant des critères plus effectuaux (prendre part à l'aventure entrepreneuriale; contribuer aux prises de décision stratégiques) dans leur décision d'investir dans de jeunes entreprises.

Ces quelques études permettent donc d'apprécier la relation de proximité entre les entrepreneurs et les investisseurs selon qu'ils adoptent une rationalité effectuale ou causale. Bien des questions demeurent cependant ouvertes et plus particulièrement sur le sens de la causalité entre la présence des investisseurs BAs et VCs au sein de la jeune entreprise et la rationalité (effectuale vs. causale) déployée par l'entrepreneur. Si nous nous interrogeons sur la logique déployée par l'entrepreneur en tant que frein ou moteur dans la venue des premiers investisseurs (BAs/VCs), nous pouvons nous demander si les BAs et/ou VCs peuvent à leur tour influer sur la rationalité déployée par l'entrepreneur. Nous nous demanderons aussi si un financement par VCs est en adéquation avec un profil effectual de l'entrepreneur.

Pour comprendre en profondeur la complexité des interactions entre ces trois acteurs faisant face à des challenges spécifiques tels que la création, le financement et le développement de jeunes entreprises innovantes, nous avons procédé à deux études de cas processuelles de nature exploratoire. L'objectif de ces deux études de cas est d'aller au-delà des caractéristiques descriptives de ces différents acteurs afin de mieux saisir les rationalités (effectuale ou causale) mises en œuvre, les dynamiques avec lesquelles les différents acteurs

interagissent et la manière dont ces dynamiques vont influer (ou non) sur la rationalité de l'entrepreneur. Nous espérons contribuer ainsi à une meilleure compréhension du processus dynamique qui permet à l'entrepreneur d'interagir avec les investisseurs afin de financer le développement et la croissance de l'entreprise

## 2. Deux études de cas processuelles de nature exploratoire

Pour atteindre cet objectif, nous avons choisi de travailler sur deux études de cas approfondies, l'une mettant en scène un entrepreneur novice et l'autre un entrepreneur expert. Dès la création de leur entreprise, les deux entrepreneurs ont cherché à lever des fonds auprès des BAs et VCs. L'entrepreneur novice a levé des fonds auprès de plusieurs groupes de BAs après avoir essuyé un refus des VCs. La start-up de l'entrepreneur expert a fait l'objet d'un co-investissement (BAs et VCs présents ensemble dans la même entreprise et lors du même tour de table). Les études de cas privilégiant une approche processuelle nous semblent les plus adaptées pour comprendre comment l'entrepreneur, une fois l'opportunité créée (contexte où se déploie la rationalité effectuale), interagit avec les investisseurs pour exploiter cette opportunité (contexte où se déploie la rationalité causale) (Burkhardt, 2018). La nature complexe des interactions entre les différents acteurs justifie notre approche méthodologique et l'objectif de comprendre les rationalités mises en œuvre et leur évolution lors du processus d'investissement inscrit notre recherche dans une perspective interprétativiste et une logique abductive qui procède par aller-retours successifs entre le travail empirique effectué et les théories et concepts mobilisés.

### 2.1. La collecte des données

Le matériau empirique composé de 20 entretiens ouverts et semi-directifs menés auprès de l'ensemble des acteurs impliqués dans la création et le processus d'investissement de ces deux entreprises a constitué la source première d'informations : une première série d'entretiens réalisés entre novembre 2014 et décembre 2015 avec les entrepreneurs, les BAs et VCs, puis une deuxième série entre juin et août 2017. Le fait de rencontrer divers acteurs permet de confronter différents points de vue sur le processus d'investissement et les interactions au sein de la jeune entreprise, et ainsi de trianguler les données. Des sources secondaires composées d'un recueil d'articles de presse sont venues compléter nos données. Les tableaux ci-dessous récapitulent par société, les caractéristiques des entretiens réalisés.

Tableau 1 : Chronologie des entretiens concernant la société Imageria

| Date | Durée | Personnes interrogée(s) | Mode d'administration |
|---|---|---|---|
| 3-nov.-14 | 1h30 | PDG/Co-Fondateur | Face à face / Prise de notes |
| 17-déc.-14 | 2h | Représentant des BAs SAMBA | Téléphone |
| 08- janv.-15 | 30mn | BA Instructeur - 1ére levée de fonds | Téléphone |
| 7-avr.-15 | 1h45 | Partner Angelsource Gestion | Téléphone |
| 28 -sept.-15 | 1h30 | Délégué Général réseau BAs de Grenoble | Face à face |
| 6 –nov.-15 | 45mn | Directeur général Sofimac (VC) | Téléphone |
| Date | Durée | Personnes interrogée(s) | Mode d'administration |
| 20 –juin.-17 | 1h30 | Représentant des BAs SAMBA | Téléphone |
| Août 2017 | 1h30 | PDG/Fondateur | Face à face |

Tableau 2 : Chronologie des entretiens concernant la société primo1D

| Date | Durée | Personnes interrogée(s) | Mode d'administration |
|---|---|---|---|
| 27 oct. 15 | 4h30 | E. Arène - PDG.<br>PDG/Co-fondateur | Face à face<br>Visite du laboratoire |
| 7 avr.15 | 1h45 | Responsable du fonds de gestion iSource | Téléphone |
| 16 juin. 15 | 1h | Représentant des BAs<br>Siège au conseil d'administration | Téléphone |
| 1er juil. 15 | 1h30 | BA expert - Réseau BA Savoie | Téléphone |
| 28 sept. 15 | 1h30 | Délégué Général réseau BA de Grenoble | Face à face |
| 27 nov. 15 | 1h30 | BA- Ancien entrepreneur BA de Grenoble | Face à face |
| 18 juin. 15 | 1h | Président de Rhône Alpes création - VC<br>Siège au conseil d'administration | Téléphone |
| 14 oct. 15 | 1h | Directeur Sofimac Partners - VC<br>Siège au conseil d'administration | Face à face |
| 6 nov. 15 | 45mn | Directeur Général Early stage chez Sofimac Partners - VC | Téléphone |
| Date | Durée | Personnes interrogée(s) | Mode d'administration |
| 28 juin. 17 | 45mn | Représentant des BAs<br>Siège au conseil d'administration | Téléphone |
| 05 juil. 17 | 2h | E. Arène - PDG.<br>Fondateur/dirigeant | Face à face |
| 7 Août. 17 | | BA expert - Réseau BA Savoie | Échange de courriels |

## 2.2. L'analyse des données

Tous les entretiens ont été retranscrits et ont fait l'objet d'une **analyse thématique** (NVivo) en fonction d'une grille de codage issue *a priori* de notre cadre théorique. Le codage a été réalisé selon une matrice d'analyse, (Miles et Huberman, 2003), croisant les principaux concepts issus de la revue de littérature (rationalité effectuale et causale, entrepreneur expert et novice.) avec les stades du processus d'investissement (pré-investissement, levée de fonds et post-investissement). En ligne, figurent les codes et sous codes correspondant aux dimensions suivantes :

- La rationalité effectuale *vs.* causale (Sarasvathy, 2001 ; Read, Wiltbank et Sarasvathy, 2004 ; Read et Sarasvathy, 2005)

- L'entrepreneur expert : expérience professionnelle passée de directeur de grand groupe ; expérience à l'international ; connaissance du secteur technologique (Dew et *al*. 2009)
- La dimension « interrelations» : ces interactions sont théoriquement en lien avec la co-construction du projet par BAs et/ou VCs (apport de ressources financières, technologiques, organisationnelles et cognitives).

Le tableau ci-dessous montre le nombre de fois où les thèmes et sous-thèmes ont été repérés dans les entretiens et les articles de presse lors du codage. Les résultats sont explicités dans la section 3. .

Tableau 3 : Résumé de l'analyse de contenu des sources - Imageria

| | Pré-investissement | Levée de fonds | Post-investissement | Total |
|---|---|---|---|---|
| **Rationalité mise en œuvre** | | | | |
| Effectuale | 13 | 11 | 8 | 32 |
| Causale | 2 | 7 | 2 | 11 |
| **Entrepreneur expert** | | | | |
| Expérience à l'international | 0 | 0 | 3 | 3 |
| Expérience professionnelle | 3 | 0 | 9 | 12 |
| **Interrelations** | 11 | 2 | 13 | 26 |

Tableau 4 : Résumé de l'analyse de contenu des sources - Primo1D

| | Pré-investissement | Levée de fonds | Post-investissement | Total |
|---|---|---|---|---|
| **Rationalité mise en œuvre** | | | | |
| Effectuale | 8 | 2 | 1 | 11 |
| Causale | 23 | 6 | 3 | 32 |
| **Entrepreneur expert** | | | | |
| Expérience à l'international | 0 | 0 | 6 | 6 |
| Expérience professionnelle | 30 | 1 | 6 | 37 |
| **Interrelations** | 39 | 22 | 14 | 75 |

### 2.3. La présentation des cas

L'objectif de notre étude est de mieux comprendre la rationalité mise en œuvre par l'entrepreneur et comment celle-ci évolue (ou non) en fonction des interactions avec les investisseurs (BAs et VCs). Il s'agit de rencontrer des entrepreneurs ayant interagi avec des BAs et/ou VCs pour lever des fonds afin de financer le développement de leur start-up et dont l'ensemble des acteurs acceptent de répondre aux entretiens : entrepreneur, BAs (instructeur, référent, secrétaire général du réseau de BAs), VCs (ayant participé au tour de table). Afin de compléter notre étude, nous avons souhaité aussi rencontrer des BAs et VCs qui, bien qu'ayant eu connaissance du projet d'investissement, n'ont pas investi dans la société. Deux entreprises nous ont paru intéressantes au regard de notre problématique et de nos critères.

Ces deux jeunes entreprises technologiques issues du CEA[3]-Léti de Grenoble ont toutes deux développé avec succès un produit innovant. Depuis leur création, les deux sociétés ont reçu de nombreux prix : retenue en 2014 dans le cadre du 18e appel à projet FUI (Fonds Unique Interministériel, Imageria a reçu le prix de la « Start-Up de l'Année 2015 »; Prix de l'innovation au salon Techtextil de Francfort en 2014, récompense pour la meilleure stratégie disruptive et titre de « Start-up de l'année 2018 » pour Primo1D. Pour financer leur développement, les deux entrepreneurs se sont tournés vers les BAs et VCs de la région Auvergne-Rhône-Alpes. L'un des deux (Primo1D, entrepreneur expert) a levé des fonds auprès des BAs et VCs dès la phase d'amorçage dans un co-investissement simultané (BAs et VCs, lors du même tour de table) afin de s'engager rapidement dans une trajectoire d'hyper croissance, alors que l'autre (Imageria, entrepreneur novice) s'est financé auprès des BAs, lors de différentes levées de fonds pour accompagner sa croissance.

*Imageria*

✓ Imageria a été créée le 2 février 2009 par deux co-fondateurs. La société est spécialisée dans le développement et la commercialisation de solutions innovantes dans le domaine de l'imagerie de fluorescence pour l'aide à la chirurgie. L'équipe de direction est composée de trois personnes : le président, un directeur du business développement (les deux co-fondateurs) et un responsable technique. Le Pdg/Co-fondateur est en charge de la stratégie commerciale et des relations externes avec les leaders d'opinion ainsi que des partenariats internationaux. Il a une expérience dans le marketing produit et le management dans le domaine des technologies informatiques.

✓ En mai 2010, Imageria, qui était à l'époque une jeune pousse, arrive via le CEA Investissement tout naturellement devant les business angels de Grenoble et de Savoie. Le montant levé est de 750 000€, « *ce qui ne s'était jamais fait au niveau de la Savoie et de Grenoble et qui reste un montant élevé pour les jeunes pousses* » *(Délégué du réseau des BAs de Grenoble).* Ce financement est conçu pour permettre à Imageria de finaliser les phases précliniques de son traceur et de renforcer l'équipe.

✓ Dès 2012, le dirigeant démarche une vingtaine de VCs de la Région Auvergne-Rhône-Alpes et souhaite lever des fonds à hauteur de 4 millions d'euros. Fin de l'année 2012, aucun ne répond favorablement à la demande. Pour le dirigeant, « *Ils ont été contactés trop tôt dans la maturité de l'entreprise. L'un ne connaissait pas le secteur, l'autre demandait à modifier le projet et le dernier trouvait que l'enveloppe du projet n'était pas assez importante* ». Pour le

[3] CEA : Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives

VC, c'est la stratégie du dirigeant qui a créé la confusion : « […] *il y a eu un changement de stratégie de la part du dirigeant qui avait réalisé un premier financement initial de son dossier sur un axe particulier qui n'avait pas pu aboutir et donc il était reparti sur une nouvelle levée de fonds, pour refaire un nouveau cycle de R&D en utilisant toujours sa technologie mais sur un autre axe. Et donc ça a été problématique pour le dirigeant à cause de ça.* » (Sofimac – VC)

✓ Les fondateurs se présentent à nouveau devant Savoie Angels et Grenoble Angels en janvier 2013. Imageria réussit à clôturer son tour de table avec une levée de fonds de deux millions d'euros auprès de plusieurs groupes de BAs et iSource[4] Gestion (fonds national d'amorçage à côté des BAs qui vient en complément d'investissements pour doubler la mise).

✓ De 2015 à 2018, Imageria procède à plusieurs tours de table auprès des BAs de Rhône-Alpes pour un montant global de 1 000 800 €. Comme le souligne le représentant des BAs : « *Les BAs ont accompagné ces levées de fonds intermédiaires dans un esprit de défiscalisation ISF plus que d'accompagnement de la société* ». Le BA, qui possède potentiellement les caractéristiques des deux mondes (celui de l'entrepreneur et des VCs), peut traduire le potentiel de l'entreprise en termes financiers au VC (Bonnet et Wirtz, 2011). Lors de ces différentes levées de fonds, iSource, plus proche de la mentalité des VCs, n'a cependant pas permis la venue de VCs : « *Les exigences des VCs sont très fortes. Une fois que c'est refusé par les VCs, -comme ce fut le cas pour la société en 2012-, c'est difficile de revenir auprès d'eux. Il faut avoir une approche très financière pour obtenir des fonds des VCs.* » (Représentant iSource)

Le processus d'investissement d'Imageria est marqué par de nombreux conflits. Le premier oppose l'entrepreneur et le CEA, investisseur historique : « *Avec le CEA, nous avions des CA houleux. Quand on n'est pas d'accord sur la stratégie, cela pose un problème. Ce n'est pas une ambiance de travail agréable. Son départ [celui du CEA] a été plus qu'une bonne chose compte tenu du climat. Mais si on raisonne par rapport au processus d'investissement, le CEA aurait dû monter au capital d'Imageria »* (BA référent). Un deuxième conflit oppose le Pdg/co-fondateur et iSource qui a investi aux côtés des BAs : *« iSource agit encore comme un VC traditionnel. Et ils ont un mode de fonctionnement très différent de celui des BA et nous sommes régulièrement en discussion soutenue. Ce sont des gens qui s'en tiennent au texte et n'adhérent pas à « l'esprit du texte » comme pourraient le faire des BAs »* (Pdg/Co-

[4] iSource Gestion créé en 2012 est une société de gestion qui gère le fonds Angelsource, premier fonds national de co-investissement avec les réseaux de business angels, et qui investit aux côtés des BAs dans les jeunes entreprises innovantes les plus prometteuses

fondateur). Depuis la levée de fonds de 2013, iSource, n'a pas réinvesti aux côtés des BAs et les VCs n'ont pas été à nouveau approchés par le Pdg/Co-fondateur.
En l'absence de ressources financières et managériales supplémentaires, la société se développe à un rythme qui lui est propre et qui la place sur une trajectoire de croissance plus lente.

Le tableau ci-dessous montre le processus d'investissement présenté de manière chronologique avec les montants levés, la venue des différents investisseurs ainsi que les différents évènements ayant jalonné son existence.

Tableau 5: Chronologie du processus d'investissement de la société Imageria

| **Chronologie des financements** | | | |
|---|---|---|---|
| Lauréate du concours « création d'entreprise » Subvention de 450 000€ | 2010 – 1ére Levée de fonds : 750 K€ Réseaux de BAs Savoie et Grenoble | 2013 – 2éme Levée de fonds : 2 M€ avec iSource + les Réseaux de BAs Savoie et Grenoble | 2015- 2017 Levées de fonds : 1 080 K€ auprès des réseaux de BAs Savoie + Grenoble |

| **Chronologie des évènements** | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Fév. 2009 | 2010 | 2012 | 2014 | 2015 | 2018-2019 |
| Création de la société SAS Imageria 2 projets : l'instrument et la molécule. | Phases précliniques | Marquage CE permet de commercialiser en Europe l'instrument | Autorisation FDA. Création d'une filiale à Boston (USA) et représentation commerciale. | Autorisation HSA et THSA. Partenariat avec GIGATT, distributeur – Marché asiatique. | Sorties envisagées : cession à un tiers industriel ; rachat par un fonds d'investissement |

| **Évolution du chiffre d'affaires et de l'emploi** | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 108 k€ | 516 k€ | 557 k € | 539 k€ | 410 k€ | 1 005 k€ | 1 516 k€ | 1 120 k€ | 1 084 k€ |
| 3 Sal. | 6 Sal. | 6 Sal. | 6 Sal. | 12 Sal. | 19 Sal. | 19 Sal. | 19 Sal. | 19 Sal. |

*Source : Diane*

*Primo1D*

✓ Créée en juillet 2013, la société Primo1D développe une technologie filaire (E-Thread®) incorporant des puces RFID miniaturisées. L'équipe dirigeante est un élément central de la société Primo1D. Elle s'est construite en 2013 autour de trois personnalités et compétences :
Le Pdg/Fondateur, ingénieur et titulaire d'un PhD, a un passé professionnel dans les secteurs des nano-technologies et a travaillé dans de grands groupes informatiques en France puis aux États-Unis. Après dix années, il a rejoint une start-up en tant que directeur industriel et s'est expatrié à Singapour pour créer et développer une plate-forme de production dédiée aux puces électroniques. De retour à Grenoble, il s'associe avec l'inventeur du concept E-Thread®, qui deviendra le directeur technique au sein de Primo1D. Le dirigeant/fondateur par ailleurs, fait appel à un directeur commercial, ingénieur de formation qui a une bonne connaissance du

secteur de la haute technologie et des start-ups. Le Pdg présente ainsi l'équipe dirigeante : « O*n est finalement un trio avec une compétence industrielle, une compétence technologique et une compétence commerciale, ça forme déjà une équipe* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015).

✓ Lauréate en 2013 du concours national d'aide à la création d'entreprises de technologies innovantes, dans la catégorie « création et développement », la société Primo1D bénéficie d'un premier soutien financier d'un montant de 400 000 euros.

✓ En septembre 2013, le Pdg sollicite directement les VCs pour un premier tour de table. Il perçoit que son profil à l'international, sa capacité à avoir su développer et accompagner l'hyper croissance d'une société industrielle en Asie, intéressent cette catégorie d'investisseurs : « E*n l'occurrence, Primo1D, ce sont des gens très expérimentés qui ont déjà mené et dirigé des entreprises […] ils ont un parcours professionnel dans de grands groupes et dans des start-ups, et cela c'est essentiel !* » (Sofimac-VC, 04/10/2015). Percevant le fort potentiel de croissance, les VCs décident de mettre en place une syndication, pressentant la nécessité d'investir beaucoup d'argent : soit de manière défensive : « *si l'entreprise est en retard sur son business plan, mais on juge qu'il y a quand même un potentiel, donc on va continuer à l'aider* » ; soit de manière offensive : « *l'entreprise se développe très bien, elle a besoin d'investir, d'aller à l'international et là, on va l'aider à se développer.* » (Sofimac, 04/10/2015)

✓ En février 2014, malgré de fort *a priori* envers les BAs, « ..... *C'est pour des petits tickets, pour accompagner des entrepreneurs avec des choses qui ne sont pas trop technologiques, pas trop capitalistiques […] En tout cas moi, je voulais éviter les BA.* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015), le dirigeant prend contact avec le représentant d'iSource Gestion qui investit *pari passu* avec les BAs. Le dossier est mis en instruction auprès des BAs des réseaux d'Auvergne-Rhône-Alpes ainsi qu'auprès de la syndication des VCs.

Le montant proposé dans le cadre du financement de Primo1D dépasse largement ceux auxquels sont habitués les BAs. De fait, cela requiert un autre fonctionnement et d'autres processus au sein du groupe de BAs. Il est clair pour les BAs que cela se fera sous la forme d'un co-investissement simultané avec les VCs. Dans le cadre du pacte d'associés, les BAs et iSource pèsent autant que les VCs et bénéficient ainsi des mêmes protections : « *Donc, cela a créé une particularité pour ce projet : on a eu la capacité d'être un acteur significatif en termes de montant et d'ambition, tout en étant aussi au même niveau que les VC en termes de droits, de représentation, de montants investis et, assez naturellement, en termes de participation dans la gouvernance de la société.* » (Représentant des BAs, 16/06/2015).

✓ En juillet 2014, la société réalise son premier tour de table, d'un montant de trois millions d'euros. Il est abondé lors d'un co-investissement simultané par une syndication de VCs et un pool de business angels (Réseaux de Savoie, Grenoble, Drôme, Ardèche ainsi qu'iSource).
✓ Courant 2018, l'avancement de la phase de commercialisation de Primo1D nécessitant des fonds supplémentaires, des due diligence sont menées par des fonds d'investissement institutionnels en vue d'une seconde levée de fonds.

Deux grandes étapes jalonnent cette jeune pousse technologique : la phase d'industrialisation et la phase de commercialisation.
✓2013-2015 : période de conception et pré-industrialisation du produit.
✓2016 – 2018 : période de commercialisation du produit : Pour le dirigeant, la phase de commercialisation est la plus importante. Dans cette perspective, le dirigeant engage des partenariats avec les différents acteurs des secteurs industriel et textile, que cela soit en France ou en Asie, et obtient en 2017 une première commande de dispositifs RFID auprès d'un client de Singapour, spécialisé dans la confection textile, et qui produit des vêtements pour des marques distribuées en Europe et aux États-Unis.
L'expertise de l'équipe des fondateurs a joué un rôle essentiel dans la venue des VCs et BAs. L'apport de ressources cognitives et financières par ces investisseurs dès la phase d'amorçage a permis la construction du fort potentiel de croissance.

Le tableau ci-dessous montre le processus d'investissement présenté de manière chronologique avec les montants levés, la venue des différents investisseurs ainsi que les différents évènements ayant jalonné son existence.

Tableau 6 : Chronologie du processus d'investissement de la société Primo1D

| **Chronologie des financements** | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Lauréate du concours « créa-dév ». Enveloppe de 400 000 €. | | Juillet 2014 1ère Levée de fonds 3 millions d'€ Réseaux de BAs et Syndication de VCs | | Fin 2017 Recherche de VCs institutionnels |
| **Chronologie des évènements** | | | | |
| août 2013 | 2013-2014 | 2014-2015 | 2016-2017 | 2017-2018 |
| Création de Primo1D | Phase de R&D | Phase de conception et de pré-industrialisation. | 1er Phase de commercialisation. | 2éme Phase de commercialisation. |
| | | Salon RFID à Orlando (Floride). Prix Avantex au salon Techtextil de Francfort. | Premier contrat auprès des secteurs de la distribution textile, de l'industrie automobile et des grandes marques de luxe. | Second contrat auprès d'un client de Singapour spécialisé dans la confection textile. |
| **Évolution du chiffre d'affaires et de l'emploi** | | | | |
| | CA : Ø 6 Salariés | CA : 83 K€ 6-9 Salariés | CA : 500 K€ 6-9 Salariés | CA : 25M€ 19 Salariés |

## 3. Résultats

***Imageria***

*Une rationalité effectuale à la création du projet*

Il apparaît que l'entrepreneur novice (Imageria) agit selon une rationalité effectuale dans la construction de son projet entrepreneurial : projet né de la rencontre fortuite entre un gestionnaire en informatique et un chercheur en biotechnologie. L'effectuation met l'accent sur les moyens et les effets atteignables et non sur un but précis. En utilisant le processus effectual pour construire son projet, l'entrepreneur peut aboutir à la création d'entreprises ou de secteurs différents de son idée de départ (Sarasvathy, 2001). Quand le Pdg/Co-fondateur raconte au magazine l'Express l'histoire de la création de son entreprise, c'est en ces termes : « *Il est des "hasards de la vie" qui ne sont pas si fortuits. En quête d'une nouvelle destinée professionnelle, le fondateur a rencontré son futur associé "un week-end, chez des amis". Il voulait créer son entreprise, "il m'a invité à voir ce qu'il faisait au Commissariat à l'Énergie Atomique (CEA), m'a expliqué les technologies qu'il développait et m'a embarqué avec lui dans cette équipée […] Ingénieur en informatique, j'ai découvert le monde des biotechnologies* » (L'Express, 01/01/2008). Cet état d'esprit est confirmé par le BA référent, pour qui le développement de la société et son processus d'investissement relèvent d'éléments non prévisibles : « *Quand on a des situations originales, on arrive à faire des choses qu'on n'imaginerait pas faire en regardant comment on fonctionne* » (BA référent).

A la création, l'entrepreneur avait deux projets en tête : la molécule d'un côté et l'instrument (la machine) de l'autre. Pour les BAs, ce fut une des raisons de leur investissement : *« C'était très clairement dit, on a un premier Business Plan sur la molécule, on voit avec cette rentabilité et on aura besoin d'une première levée de fonds. Et on en a un second sur l'instrument car si jamais la molécule est dangereuse pour l'homme et qu'on a mis de l'argent dessus, tout est perdu. Et je pense que s'il n'y avait eu que la molécule, il n'y aurait quasiment pas eu de levée de fonds. Je n'ai pas revu depuis de plan A et de plan B dans une autre société.* » (BA référent). Aussi, après la première levée de fonds de 2010 avec les BAs et suite à une démarche infructueuse auprès des VCs en phase pré-investissement, le Pdg/Co-fondateur décide de se repositionner sur le second projet (la machine) moins couteux et à un horizon à plus court terme : « *La question pour nous était à ce moment-là, ne pouvant faire avec eux [les VCs] : comment mener ce projet avec ce que nous avons ? Donc nous changeons de stratégie, et modifions notre projet initial de demande de fonds. Nous nous positionnons sur le projet machine à hauteur de 750K€. Nous pensons retourner auprès des*

*BAs historiques afin de lever cette somme* ». L'entrepreneur suit ainsi une logique effectuale qui s'appuie sur le postulat suivant : *« Dans la mesure où nous pouvons contrôler le futur, nous n'avons pas besoin de le prédire »* (Sarasvathy, 2001). L'action de l'entrepreneur vise alors à agir sur ce qui peut être contrôlé et à utiliser ce contrôle pour transformer l'environnement d'une façon non prédictive bien que tangible. Cette approche est ainsi ouverte à l'imprévisible de manière à ce que les «bonnes surprises » puissent être accueillies et transformées en potentielles opportunités. Ainsi, le processus effectual ne permet pas seulement la réalisation de plusieurs effets, il permet aussi au décideur de changer de but, ou de le façonner (Sarasvathy, 2001). Pour le Délégué du réseau de Grenoble, « *les VCs sont un peu plus intransigeants dans le temps, ils sont un peu moins dans la logique entrepreneuriale, plus dans la logique financière, les BAs étaient un bon compromis* ».

*Un financement par BAs seulement*

L'entrepreneur, dont la rationalité est effectuale et proche de la mentalité des BAs, n'a pas sollicité les VCs lors des levées de fonds ultérieurs. Pour les VCs, « […] *le changement de stratégie de la part du dirigeant qui avait réalisé un premier financement initial de son dossier sur un axe particulier qui n'avait pas pu aboutir et donc était reparti sur une nouvelle levée de fonds, pour refaire un nouveau cycle de R&D sur un autre axe. Pour un investisseur institutionnel, [...] le pilotage paraît quand même très compliqué* » (Sofimac – VC). Si le projet entrepreneurial d'Imageria peut convenir aux BAs, il y a une incompatibilité de fonctionnement avec les VCs qui sont dans une logique causale « *Or Imageria est typiquement cela. Partir d'une molécule, aller sur une technologie de la fluorescence, passer sur un instrument, sur un 2éme instrument, sur une gamme d'instruments tout en étant sur une troisième molécule qui n'était pas forcément celle que l'on imaginait pour le cancer mais qui marche bien pour plein d'autres maladies que le cancer et donc pas forcément sur le cancer, abandonner le cancer. Voilà, ça c'est Imageria.* » (BA référent). Très éloignés de cette rationalité effectuale, les VCs contactés ne répondent pas favorablement lors de la seconde levée de fonds. iSource qui finance pari passu au côté des BAs, a un fonctionnement proche de la rationalité causale des VCs en termes de due diligence, d'objectifs, de rentabilité : « *iSource agit encore comme un VC traditionnel car c'est leur métier. Et ils ont un mode de fonctionnement très différent de celui des BA et nous sommes régulièrement en discussion soutenue. Ce sont des gens qui s'en tiennent au texte et n'adhérent pas à « l'esprit du texte » comme pourraient le faire des BAs » (Pdg/Co-fondateur).* Alors que cet acteur aurait pu être l'intermédiaire entre l'entrepreneur et les VCs et traduire le potentiel de

l'entreprise en termes financiers compatibles avec la rationalité causale des VCs, la mésentente se fait aussi avec le dirigeant qui se revendique de l'esprit BA, plus effectual : « *iSource a agi en tant que VC alors qu'il fallait agir en tant que BA. Ce sont les BAs historiques qui sont intervenus pour demander à ce qu'ils modifient leurs attitudes* » *(Pdg/Co-fondateur).*

*Un entrepreneur novice*

Le dirigeant, de son côté, reconnaît un manque de légitimité non seulement en tant qu'entrepreneur mais aussi en tant qu'expert dans le domaine des Biotechnologies : « *Les VCs ont des chargés d'affaires spécialisés dans le secteur. Ils ont une façon de raisonner qui leur est propre. Le regard porté sur moi était très critique. Quelle était ma légitimité ? Je n'avais jamais été entrepreneur avant. Je ne venais pas du milieu de la Santé et encore moins des Biotech. Humainement, ce fut assez dur de faire face aux VCs.* » (Pdg/Co-fondateur).
Pour les VCs, les fondateurs font face à un double challenge : un challenge technologique et un challenge commercial ; ils craignent que le modèle soit un peu long avant d'atteindre une certaine rentabilité. Pour eux, le dirigeant doit faire ses preuves : « *Voilà, il y a des tas de choses à démontrer et le dirigeant est en pleine démonstration, là* ». Pour ces fonds d'investissement, une équipe dirigeante doit posséder des expériences spécifiques dans le secteur et être très expérimentée : « *Et quand on voit arriver des équipes, […] pas très expérimentées, malheureusement, on leur dit que ça ne va pas être possible. On leur dit : c'est une bonne idée, mais cela ne va pas être possible* ».

*Passage d'une rationalité effectuale à une rationalité causale*

Certes, à partir de 2016, l'entrepreneur prend conscience du ralentissement des ventes et du lent développement de la filiale américaine. Mais cela ne déclenche pas en lui de changement d'approche, en particulier à l'encontre des VCs : « *Après la réussite commerciale, il faut également démontrer la réussite du modèle financier : est-ce que Fluoptics va faire gagner de l'argent aux investisseurs ? Ce n'est pas encore démontré ! Donc le chemin est encore un peu long pour attirer des investisseurs* » (VC). Au sein du conseil d'administration, ce sont les BAs qui demandent un changement de rationalité (passer de la rationalité effectuale à la rationalité causale) afin de relancer le développement de l'entreprise et déclencher une forte croissance. Pour les BAs, la venue d'un directeur commercial permettrait de dynamiser la croissance à l'international : « *Le conseil d'administrateurs et des censeurs, tout le monde était sur la même longueur d'ondes mais pas les dirigeants, qui eux voyaient plus un nouvel*

*arrivant comme incapable de vendre car ne connaissant pas le produit d'une part et d'autre part comme un coût. De leur côté, c'était un coût qui ne se justifiait pas* » (BA référent). L'intégration d'une compétence commerciale au sein de l'équipe dirigeante n'est pas la seule modification souhaitée par le conseil d'administration. Celui-ci pressant que pour se développer aux États-Unis, l'équipe dirigeante a besoin d'une forte compétence managériale : « *Un alter ego qui peut devenir leur patron. Un patron qui soit assez brillant pour séduire le marché et qui soit celui qui fasse les road show, qui soit clairement dans la gouvernance de l'entreprise, le management et la stratégie de l'entreprise*.» (BA référent). L'intégration d'une compétence managériale peut s'envisager aussi avec l'entrée d'un fonds d'investissement. Comme nous le fait remarquer le BA référent : « *Disons que cela aurait permis [...] de mettre des managers et non plus des fondateurs – plus des actionnaires qui sont managers mais des managers purs – avec des objectifs et un plan de marche stratégique* ». Ainsi les BAs au sein du conseil d'administration ont proposé aux fondateurs d'élargir l'équipe dirigeante afin d'intégrer la compétence ou la ressource (VC) qui faisait défaut. Mais le fondateur n'a pas donné suite.

Avec la prise d'expérience de l'entrepreneur, le recours à la rationalité effectuale ou causale dépend des contingences extérieures, des problèmes rencontrés et des parties prenantes (fournisseurs, clients, investisseurs) avec lequel l'entreprise interagit (Read et *al.* 2009). Comme le suggèrent Read, Wiltbank et Sarasvathy (2004, p. 10), les entreprises à succès ont probablement démarré avec une rationalité effectuale et se sont développées et pérennisées dans le temps grâce à une rationalité causale. L'étude du cas Imageria montre que l'entrepreneur novice peut ne pas remettre en cause sa logique d'action initialement effectuale au fur et à mesure que l'entreprise se développe. Le choix exclusif de la seule rationalité effectuale de l'entrepreneur ne va pas lui permettre d'attirer des VCs et par conséquent va laisser l'entreprise sur une trajectoire de croissance modérée voire lente.

***Primo1D***

*Une rationalité causale à la création du projet de l'ensemble des acteurs*

L'entrepreneur expert (Primo1D) agit selon une rationalité causale dans la création de son projet entrepreneurial : un produit dont il est certain d'avoir un premier débouché à court-terme. Il s'exprime comme suit : « O*n voulait une croissance industrielle rapide, mettre un produit industriel rapidement sur le marché et l'industrialiser* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015) ; Même recours à une rationalité causale pour la constitution de l'équipe entrepreneuriale. Élément central de la société Primo1D, le Pdg l'a construite autour de trois

personnalités et compétences : un expert dans la technologie, un manager/commercial et lui-même, ancien directeur de grand groupe international avec une connaissance des start-ups. Ce qui est un critère important pour les VCs : « *C'est très, très important, la compétence et l'expertise de l'équipe. Sa capacité à développer l'entreprise. Leur expérience professionnelle, de direction. Mais aussi, leur connaissance des start-ups. L'équipe, toujours, toujours...* » (Sofimac Partners, 04/10/2015).

Lors de ses présentations devant les BAs et VCs, le Pdg utilise aussi les outils prédictifs qu'il maîtrise parfaitement : « *Faire un business plan, cela n'a pas été trop compliqué. Parce que, quand même, en presque trente ans d'industrie, des business plans, on en avait fait quelques-uns. Les niveaux d'investissement que j'ai menés, c'était de l'ordre de 500 millions d'euros au total. Donc les chiffres, on était un peu habitués à les manipuler.* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015)

*Une rationalité causale de l'ensemble des acteurs lors de la levée de fonds*

Le souhait d'une forte croissance incite le fondateur à solliciter très tôt les VCs dont il partage la même rationalité causale : « *La démarche c'est de parler avec beaucoup de monde, de parler avec les autres start-ups, de les faire raconter un peu leur histoire […] Après on prend le bottin des investisseurs et on trie par fonds, par secteurs etc. […] et puis, très vite, il doit rester une dizaine de fonds de VCs dont Sofimac, Rhône Alpes Création etc.* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015). Le Pdg ne fait aucune démarche auprès des BAs : « *Bon, allez voir les BAs, j'ai laissé de côté, et j'ai essayé de voir avec les VCs* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015). L'approche des BAs lui semble trop éloignée de sa logique entrepreneuriale : « *C'est pour ça qu'au début, moi, je n'avais pas du tout, du tout envie […] et puis on se dit aussi « Les BAs, ils vont nous poser des questions tous les jours, ils vont vouloir venir un peu micro-manager la société […] » En tout cas moi, je voulais éviter les BAs »* (fondateur/dirigeant, 27/10/2015).

Pour les VCs contactés, le fort potentiel de la société Primo1D nécessite des fonds plus importants et ils conseillent au dirigeant de contacter les BAs. C'est par le biais d'iSource gestion, proche de la mentalité des VCs, que la rencontre se fait entre le fondateur et les BAs. Les propos du représentant d'iSource soulignent la proximité entre les logiques des VCs et BAs sur ce dossier : « *Les VC ont une logique d'investissement qui leur est propre. Ils doivent rendre des comptes sur la façon de gérer leur fonds. En tant que BAs, nous nous mettons naturellement du côté des équipes dirigeantes et essayons de tempérer un certain nombre de contraintes et de règles. Mais je ne fais pas de différence entre les VCs et nous. En phase*

*d'étude ou de due diligence, nous cherchons tous à identifier et à rationaliser les risques. On est tous dans une optique d'investissement donc de choix, de pari qui est fait sur l'avenir*. » (Représentant des BAs, 16/06/2015).

Lors de la présélection du dossier, le fondateur est confronté à des BAs, entrepreneurs experts et dirigeants de grands groupes : « *On s'est retrouvé en face de nous avec des gens qui connaissaient, très, très bien notre marché […] je me suis retrouvé dans un monde d'entrepreneurs qui comprenaient très bien ce qu'on voulait faire, peut-être même mieux que nous et qui nous ont à la fois challengés, conseillés et ça a été un plaisir quoi!* » (fondateur/dirigeant, 27/10/2015). A ce stade du processus d'investissement, les BAs ont joué un rôle essentiel en confirmant le potentiel de création de la valeur la start-up. Ainsi, comme le suggèrent Bonnet et Wirtz (2010), de par son expérience entrepreneuriale, le BA peut présenter des similitudes avec l'entrepreneur et les VCs.

Dans le cas de Primo1D, les BAs investissant à parts égales avec les VCs, ils ont adopté une rationalité plus causale (en se structurant et adoptant des processus plus rigoureux : *due diligence*, contrats sophistiqués) : « *Cette procédure, on l'a faite spécifiquement pour Primo1D, parce qu'on voulait se garantir que ça allait être fluide. Parce qu'autour de la table, il y a des gens qui sont très professionnels, qui sont des fonds d'investissement. Et il ne fallait pas qu'on soit la brebis galeuse qui traîne, qui ferait que l'opération ou la gestion de l'opération soit complexe*. » (Délégué du réseau de Grenoble Angels, 28/09/2015). Les BAs interagissent aussi bien avec l'entrepreneur qu'avec les VCs (ces deux acteurs ayant une rationalité causale) : ce qui rend possible, dans la phase d'amorçage, la mise en œuvre d'un co-investissement simultané (BAs et VCs ensemble au premier tour). Le co-investissement entre BAs et VCs a permis d'optimiser les phases de *due diligence* et de coordonner les actions de chaque groupe d'investisseurs afin que le financement prenne place, comme l'ont montré les études de cas de Bonnet et Wirtz (2012) et Cohen (2017).

Le cas Primo1D montre que l'entrepreneur expert dans une volonté de forte croissance agit de manière causale afin d'attirer les VCs et le co-investissement mis en place avec les BAs amène ceux-ci à adopter à leur tour une rationalité causale : « *Donc ça a créé une particularité pour ce projet : on a eu la capacité d'être un acteur significatif en termes de montant et d'ambition, tout en étant aussi au même niveau que les VCs en termes de droits, de représentation, de montants investis et, assez naturellement, en termes de participation dans la gouvernance de la société.* » (Représentant des BAs, 16/06/2015). Dans le cadre du pacte d'associés, les BAs bénéficient des mêmes protections que les VCs. Les protections sont des clauses imposées à l'équipe dirigeante qui ont pour visée de protéger l'investissement des

VCs, et, dans le cas de Primo1D, des BAs également. Le cas Primo1D montre aussi que la rationalité causale mise en œuvre par le groupe de BAs afin de co-investir avec les VCs sur ce projet entrepreneurial à fort potentiel est allée à l'encontre de l'approche de certains BAs : « *Certains BAs, d'ailleurs, ont refusé d'investir dans le projet par déontologie à cause de ces contraintes-là qui étaient imposées et qui ne cadrent pas avec leur éthique d'investissement. Ils ne voulaient pas rentrer et avoir les mêmes conditions que des VCs* » (Représentant des BAs, 16/06/2015).

*Passage d'une rationalité causale à une rationalité effectuale*

L'expérience spécifique du dirigeant en matière d'hyper croissance lui fait percevoir la trajectoire de croissance de Primo1D comme un processus complexe. Il reconnaît aussi les limites des outils prédictifs : « *On parle de première adoption commerciale et première capacité à livrer un premier client. C'est cette preuve qu'il faut faire, qui ensuite déclenche d'autres problèmes parce que la croissance n'est pas nécessairement simple non plus. C'est pour ça, qu'il y a plusieurs vallées de la mort. Et peu résistent à ce truc-là. Les schémas sont marrants, mais ils sont très, très vrais. Et puis ce n'est pas parce qu'on les connaît que ça donne une quelconque solution.*» (fondateur/dirigeant, 05/07/2017). Son expertise lui permet aussi d'entrapercevoir qu'au-delà des planifications et prédictions, un élément imprévisible pourrait être le déclencheur d'une forte croissance. Ce résultat laisse à penser que l'entrepreneur expert privilégiant une rationalité causale pourrait agir selon une rationalité effectuale si la situation à laquelle fait face l'entreprise le nécessite et être en capacité de saisir cet « élément imprévisible ».

Nous présentons ci-dessous un tableau de synthèse avec les rationalités des différents acteurs (Entrepreneurs, BAs et VCs) et leur évolution au fur et à mesure que l'entreprise se développe.

Tableau 7 : Synthèse du processus d'investissement et des points clés des deux entreprises

| Processus de prise de décision | | |
|---|---|---|
| | **Imageria** | **Primo1D** |
| Entrepreneur | Novice | Expert |
| Rationalité à la création de l'opportunité | Effectuale | Causale |
| Recherche de financement | BAs<br>Pas de VCs/ Recherche infructueuse.<br>Projet d'entreprise trop changeant | VCs (capital risque) puis BAs |
| Type d'investissement | BAs seulement | Co-investissement simultané BAs et VCs |
| Montants levés | 4 021 000 €<br>BAs Rhône-Alpins et iSource | 3 000 000 €<br>BAs Rhône-Alpins, iSource et VCs |

| | | |
|---|---|---|
| | de 2010 à 2017 : 5 levées de fonds | 2014 : 1 seule levée de fonds<br>2017- 2018 Recherche de VCs institutionnels. |
| BAs | Rationalité proche de celle de l'entrepreneur lors des premières levées de fonds | BAs afin de co-investir adoptent des méthodes proches de celles des VCs (due diligence, pacte d'actionnaires) |
| Rationalité sous-jacente lors de l'exploitation de l'opportunité | Effectuale : en fonction des contraintes environnementales (pas de ressources des VCs, projet molécule trop couteux) l'entrepreneur change de stratégie. | Rationalité causale de tous les acteurs engagés dans le financement de la start-up avec l'objectif de placer la start-up sur une trajectoire de forte voire hyper croissance |
| Projection dans l'avenir | Cession à un industriel, contre l'avis des BAs. | Implantation à l'international à la recherche d'une hyper croissance. |
| Evolution de la rationalité | Les BAs souhaitent l'arrivée soit d'un manager expérimenté soit d'un VC pour accompagner la croissance de l'entreprise à l'international (marché américain) | Importance des réseaux et partenariats : le décollage de la croissance peut arriver par un biais complètement inconnu ou imprévisible. |

# 4. Conclusion et limites

## 4.1. Conclusion et propositions

Dans cet article, nous avons tenté de comprendre en profondeur à travers deux cas d'entreprise, et en nous basant sur la littérature autour de l'effectuation, d'une part, la rationalité mise en œuvre lors de la création d'entreprise par deux entrepreneurs- l'un novice, l'autre expert ; d'autre part la manière dont cette logique (effectuale *vs.* causale) lors de la recherche de financement auprès des BAs et VCs a été mise à l'épreuve ou confortée et au final a impacté le développement de la jeune entreprise.

Dans notre section sur les résultats, nous montrons que, contrairement à la littérature existante (Dew et *al.*, 2008, 2009), l'entrepreneur expert (Primo1D) suit une rationalité causale dès la création de l'entreprise et de la constitution de l'équipe managériale. Il fait ce choix dans l'objectif de placer très rapidement la jeune firme sur une forte trajectoire de croissance, voire d'une hyper croissance. A l'opposé, l'entrepreneur novice (Imageria) suit une rationalité effectuale dans la création de l'entreprise. Il s'attache à nouer des contacts et à se construire un réseau grâce aux BAs. En fonction des contingences et des moyens à sa disposition, il modifie son projet initial.

Nous faisons les propositions suivantes :

***P1a*** *: Dans le cas de l'entrepreneur expert, l'objectif de placer la jeune entreprise technologique (JET) sur une trajectoire de forte croissance va l'amener à adopter une rationalité causale.*

***P1b*** *: Dans le cas de l'entrepreneur novice à succès, la création d'une JET procède d'une rationalité effectuale.*

Notre étude montre aussi que dans la recherche de financement, c'est par proximité cognitive que l'entrepreneur expert va lever des fonds auprès des VCs dès la création de la société. L'innovation en termes de produits, la nécessité de rencontrer des experts du domaine et le besoin de fonds supplémentaires amènent les VCs à conseiller à l'entrepreneur expert de rencontrer des BAs. Les BAs entrepreneurs experts qui comprennent le fort potentiel du projet confortent la décision des VCs d'investir dans ce projet. iSource Gestion aide les BAs à se structurer en groupe de BAs et à adopter des processus relevant davantage d'une rationalité causale afin de co-investir et de lever rapidement les fonds nécessaires au développement de la *start-up*. C'est la rationalité causale commune de tous les acteurs (entrepreneur, VCs et BAs) qui permet la co-construction du potentiel de l'entreprise, le co-investissement simultané BAs/VCs et le positionnement de l'entreprise à l'international. La rationalité effectuale de l'entrepreneur novice (première création d'entreprise) et son manque d'expertise (méconnaissance de la technologie, méconnaissance des grands groupes et de l'international) ne lui permettent pas de lever des fonds auprès des VCs, alors que la jeune entreprise a développé avec succès un produit innovant et pour lequel il existe une forte demande. Ce qui nous amène à nous interroger sur la pertinence d'un financement par VCs d'un entrepreneur à profil effectual.

Il existe de fait une réelle distance cognitive entre l'entrepreneur et les VCs ; lors des premières levées de fonds, les BAs ne peuvent traduire le potentiel du projet en termes compréhensibles pour des VCs. Cela confirme les travaux de Wirtz et Bonnet (2011; 2013; 2015).

Nous faisons les propositions suivantes :

***P2a** : Dans le cas de l'entrepreneur expert, la recherche de financement dans l'objectif de développer et faire croître la JET va l'amener à adopter une rationalité causale.*

***P2b** : Dans le cas de l'entrepreneur novice, la logique effectuale mise en œuvre lors de la création de la JET va affecter la recherche de financement auprès des VCs.*

Nous montrons, conformément aux travaux de Read, Wiltbank et Sarasvathy (2004, p. 10), que l'entrepreneur novice qui a démarré la création de son projet avec une rationalité effectuale et qui a levé des fonds avec succès auprès des BAs sur une très longue période (7 ans) ne peut se développer (permettre aux ventes de décoller) et se pérenniser dans le temps (il est prévu une cession à un industriel). Les BAs siégeant au conseil d'administration (anciens entrepreneurs experts, eux-mêmes) pressentent la nécessité d'une rationalité causale (venue de VCs, recrutement d'un manager expert) pour permettre à la société de continuer son développement.

Malgré les sollicitations des BAs, l'entrepreneur n'a pu basculer vers une rationalité causale. Nous faisons les propositions suivantes :

***P3a** : l'entrepreneur novice qui a mis en œuvre une rationalité effectuale lors de la création de la JET doit basculer vers une rationalité causale pour permettre à la JET de croître et perdurer dans le temps.*

***P3b** : Les BAs (anciens entrepreneurs experts) qui ont participé au financement de la JET à succès, peuvent permettre à l'entrepreneur novice de basculer vers une logique causale afin de développer la JET et la placer sur une trajectoire de forte croissance.*

***P3c** : L'entrepreneur expert privilégiant une logique prédictive serait en mesure d'agir de manière effectuale si le développement et le fort potentiel de croissance de la JET le nécessite.*

### 4.2. Implications et limites

Les recherches sur l'effectuation se sont centrées sur le contexte spécifique et les frontières théoriques de cette approche (Sarasvathy, 2001 ; Dew et *al.* 2009 ; Read et *al.* 2005, 2009). Des travaux plus récents ont étudié l'effectuation de manière empirique (Chandler et *al.* 2011). D'un point de vue théorique, nous contribuons à ce courant de recherche en interrogeant l'applicabilité de l'effectuation à tout type d'entrepreneur. Notre étude porte sur l'application de cette logique d'action à l'entrepreneur (novice ou expert) qui souhaite lever des fonds auprès d'investisseurs et plus particulièrement les VCs qui mettent en avant une logique causale. La littérature en finance entrepreneuriale montre que les réseaux de BAs qui se structurent et se professionnalisent depuis quelques années tendent à travers les groupes de BAs à se rapprocher des procédures mises en place par les VCs et donc à adopter une rationalité plus causale (Bonnet, Wirtz, Haon et Cohen, 2017 ; Bonini et *al.* 2018 ; Mason et *al.* 2016).

Notre étude a aussi des implications concernant les politiques d'accompagnement des entrepreneurs dans la création de leur projet. Nous soulignons ici l'importance de développer la capacité à alterner les logiques d'actions causale et effectuale afin de permettre à l'entrepreneur novice de solliciter l'ensemble des catégories d'investisseurs (BAs et VCs) et ainsi accéder aux ressources tant financières que cognitives des VCs très tôt en phase d'amorçage.

Cette capacité d'alterner logique effectuale et causale est tout aussi pertinente pour les BAs. La revue de littérature présentée de manière succincte ci-dessus, décrit les BAs comme étant proches de l'entrepreneur et donc plus « effectuateurs ». Certains possèdent les caractéristiques des deux mondes (entrepreneurs et VCs) et peuvent alors traduire le potentiel

de la jeune entreprise aux VCs en termes financiers (Bonnet et Wirtz, 2010). Le co-investissement des BAs avec les VCs devenant une pratique de plus en plus répandue au sein des réseaux ou groupes de BAs, il y a nécessité à ce que les BAs puissent acquérir une certaine flexibilité dans le passage d'une rationalité à une autre.

Concernant les axes d'amélioration possibles de notre recherche, nous nous sommes attachées à comprendre, à travers deux études de cas, la rationalité déployée par ces différents acteurs engagés dans le processus d'investissement. Afin de compléter cette étude, celle-ci pourrait être étendue à d'autres cas de création d'entreprises et de levée de fonds avec différents types d'entrepreneurs novices et experts et dans d'autres secteurs d'activité. L'objectif serait de vérifier la réplicabilité de nos résultats ou d'identifier d'autres facteurs intervenant dans les logiques d'action (effectuale vs. causale). Des études qualitatives et quantitatives complémentaires pourraient s'intéresser à dresser un profil type de l'entrepreneur novice *vs*. expert et s'interroger sur son adéquation à un financement par BAs et/ou VCs.

## Références bibliographiques


Alsos, G. A., & Clausen, T. H. (2014), « The start-up processes of tourism firms – the use of causation and effectuation strategies », In G. A. Alsos, D. Eide, & E. L. Madsen (Eds.), Handbook of Research on Innovation in Tourism. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Alvarez, S.A. & Barney, J.B. (2007), « Discovery and creation: Alternative theories of entrepreneurial action », *Strategic Entrepreneurship Journal*, vol. 1, n°1-2, pp. 11-26.

Appelhoff, D., Mauer, R., Collewaert, V., & Brettel, M. (2015), « The conflict potential of the entrepreneur's decision-making style in the entrepreneur-investor relationship. », *International Entrepreneurship and Management Journal*, vol. 12, n° 2, p. 601–623.

Arend, R. J., Sarooghi, H., & Burkemper, A. (2015), « Effectuation as ineffectual? Applying the 3E theory-assessment framework to a proposed new theory of entrepreneurship. », *Academy of Management Review*, vol 40, n°4, p.630-651.

Blauth, M., Mauer, R., & Brettel, M. (2014), « Fostering Creativity in New Product Development through Entrepreneurial Decision Making. », *Creativity and Innovation Management*, vol 23, n°4, p.495-509.

Bonini, S., Capizzi, V., Valletta, M. &Zocchi, P. (2018), « Angel network affiliation and business angels' investment practices. », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50, n°6, p.592-608.

Brettel, M., Mauer, R., Engelen, A., & Küpper, D. (2012), « Corporate effectuation: Entrepreneurial action and its impact on R&D project performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 27, n°2, p.167-184.

Bonnet, C. & Wirtz, P. (2013), « Liftoff: when strong growth is predicted by angels and fuelled by professional venture funds », *Revue de l'Entrepreneuriat*, vol. 12, n°4, p. 59-78.

Bonnet, C. & Wirtz, P. (2012), « Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalist coinvest » *Venture Capital*, vol. 14, n°2-3, p.91-110.

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 Finance*, vol. 1, n° 1, p. 42-62.

Bonnet, C. & Wirtz, P. (2010), « Investor type and new-venture governance: cognition vs. interest alignment », Cahier du FARGO n°1100704.

Burkhardt, K. (2018), « Vers une gouvernance d'entreprise effectuale? », à paraître, La revue de l'entrepreneuriat

Chandler, G., DeTienne, D., McKelvie, A., & Mumford, T. (2011), « Causation and effectuation processes: a validation study », *Journal of Business Venturing*, vol. 26, n°3, p.375-390.

Cohen, L. (2017), « Co-investissement par des Business Angels et des Capital-Investisseurs dans les jeunes entreprises technologiques et trajectoires de croissance: Approche en termes de gouvernance d'entreprise et études de cas comparatives », Thèse de Doctorat, Université Jean Moulin Lyon 3

Crick, J.M., & Crick, D. (2018), « Angel investors' predictive and control funding criteria: The importance of evolving business models », *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, vol. 20, n° 1, p.34-56.

da Costa, A. F., & Brettel, M. (2011), « Employee effectuation – What makes corporate employees act like entrepreneurs? », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, vol. 31, n° 17, 2.

Deligianni, I., Voudouris, I., & Lioukas, S. (2015), « Do Effectuation Processes Shape the Relationship between Product Diversification and Performance in New Ventures? », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 41 n°3, p.349-377.

DeTienne, D. R., & Chandler, G. N. (2010), « The impact of motivation and causation and effectuation approaches on exit strategies», *Frontiers of Entrepreneurship Research*, vol. 30, n°1, p.1-12. Retrieved from http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol30/iss1/1

Dew, N., Read, S., Sarasvathy, S. D., & Wiltbank, R. (2007), « Empirical Investigations of Effectual Logic: Implication for Strategic Entrepreneurship », *Entrepreneurship Theory and Practice* conference on Strategic Entrepreneurship.

Dew, N., Read, S., Sarasvathy, S. D., & Wiltbank, R. (2008), « Outlines of a behavioral theory of the entrepreneurial firm. », Journal of Economic Behavior & Organization, vol. 66, n°1, p.37-59.

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, vol. 24, n°4, p.287-309.

Engel, Y., Dimitrova, N. G., Khapova, S. N., & Elfring, T. (2014), « Uncertain but able: Entrepreneurial self-efficacy and novices ′ use of expert decision-logic under uncertainty », *Journal of Business Venturing Insights*, vol. 1, p.12-17.

Gabrielsson, J., & Politis, D. (2011), « Career motives and entrepreneurial decision-making: examining preferences for causal and effectual logics in the early stage of new ventures », *Small Business Economics*, vol. 36, n°3, p. 281-298.

Harms, R., & Schiele, H. (2012), « Antecedents and consequences of effectuation and causation in the international new venture creation process », *Journal of International Entrepreneurship*, vol. 10, n°2, p.1-22.

Johansson, A., & McKelvie, A. (2012, 6-9 June 2012), « Unpacking the antecedents of effectuation and causation in a corporate context », Paper presented at the Babson College Entrepreneurship Research Conference, Fort Worth, TX, USA.

Kalinic, I., Sarasvathy, S. D., & Forza, C. (2014), « Expect the unexpected': Implications of effectual logic on the internationalization process », *International Business Review*, vol. 23, n°3, p. 635-647.

Lindsay, N. (2004), « Do Business Angels Have an Entrepreneurial Orientation? », *Venture Capital*, vol. 6, n° 2/3, p. 197-210.

Morrissette S. (2007), « A Profile of Angel Investors », *The Journal of Private Equity*, Summer 2007, p. 52-66.

Perry, J. T., Chandler, G. N., & Markova, G. (2012), « Entrepreneurial Effectuation: A Review and Suggestions for Future Research », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 36, n°4, p. 837-861.

Sarasvathy, S. D. (2001), « Causation and Effectuation: Toward a Theoretical Shift from Economic Inevitability to Entrepreneurial Contingency », *The Academy of Management Review*, vol. 26, n° 2, p. 243-263.

Sarasvathy, S. D., (2017), «Une autre voie pour la croissance ». Propos recueillis par Denis Grégoire, Franck Barès HEC Montréal | « Gestion », 2017/3, vol. 42, p. 73-75.

Sarasvathy, S. D., Dew, N., Read, S., & Wiltbank, R. (2008), « Designing Organizations that Design Environments: Lessons from Entrepreneurial Expertise », *Organization Studies*, vol. 29, n°3, p. 331-350.

Sarasvathy, S. D., Germain, O. (2011), « L'effectuation, une approche pragmatique et pragmatiste de l'entrepreneuriat », *Revue de l'Entrepreneuriat*, 2011/3, vol. 10, p. 67-72.

Schmidt, S., Bendig, D. & Brettel, M. J. (2018), « Building an equity story: the impact of effectuation on business angel investments », *Journal of Business Economics*, vol. 88, n°3-4, p. 471-501.

Read, S., Sarasvathy, S., Dew, N., & Wiltbank, R. (2016), « Response to Arend et al: Co-Creating Effectual Entrepreneurship Research», *Academy of Management Review*.

Read, S., & Sarasvathy, S. (2005), « Knowing what to do and doing what you know: effectuation as a form of entrepreneurial expertise », *Journal of Private Equity*, p. 45-62.

Read, S., Wiltbank, R., & Sarasvathy, S. (2004), « What do entrepreneurs really learn from experience? The difference between expert and novice entrepreneurs », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, vol. 22, n°1, p.1- 28

Wallmeroth J., Wirtz P., Groh A.P. (2018), « Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review », *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, vol. 14, n°1, p.1-129.

Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., & Sarasvathy, S. D. (2009), « Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing », *Journal of Business Venturing*, vol 24, n°2, p. 116-133

Wiltbank, R. (2005), « Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors », *Venture Capital*, vol. 7, n°4, p. 343-357.

Wiltbank, R., & Sarasvathy, S.D. (2002), « Selection and return in angel investment », Babson College Entrepreneurship Research Conference (BERC), June, 2002.

Wiltbank, R., Dew, N., Read, S., & Sarasvathy, S.D. (2006), « What to do next? The case for non-predictive strategy », *Strategic Management Journal*, vol. 27, n°10, p. 981-998.

Wiltbank, R., Sudek, R., & Read, S. (2009), « The role of prediction in new venture investing », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, vol. 29, n°2, p.1-13.

Winkler, C., Fust, A. & Jenert, T. (2016), « Differentiating novice, non-expert and expert entrepreneurs: A self-regulating learning perspective », *Academy of Management Proceedings*, vol. 2016, n°. 1, 76th Academy of Management Annual Meeting (AOM) 2016 "Making Organizations Meaningful". - Anaheim, CA, USA.

Wright, M., Westhead, P., & Sohl, J. (1998), « Editors' Introduction: Habitual Entrepreneurs and Angel Investors », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 22, n° 4, p. 5-21.