

**UNIVERSITE IBN ZOHR**

**CENTRE DES ETUDES DOCTORALES IBN ZOHR**

**Formation doctorale**

**Sciences et Techniques de Gestion**

**ECOLE NATIONALE DE COMMERCE ET DE GESTION**

**THESE**

**Présentée par**

**Brahim BOUZAHIR**

Pour l'obtention du grade de

DOCTEUR de l'Université Ibn Zohr

**Spécialité : Finance entrepreneuriale**

**L'influence du capital social et le rôle de tierce de confiance sur la décision d'intervention en fonds propres dans les jeunes entreprises.**

*Cas des fonds du capital-investissement en France et au Maroc*

## RESUME /ABSTRACT/ملخص

### **L'influence du capital social et le rôle de tierce de confiance sur la décision d'intervention en fonds propres dans les jeunes entreprises : cas des fonds du capital-investissement en France et au Maroc**

#### **Résumé en français**

*Depuis la fin des années 1980, le capital-investissement retient l'attention des chercheurs et des praticiens, considérant qu'il s'agit d'une source de financement d'apport en fonds propres le plus adapté aux jeunes entreprises à forte croissance et que les décisions prises par les investisseurs en capital ont un impact majeur sur le succès éventuel de ces entreprises. Les premières recherches sur leur processus de décision d'investissement ont essentiellement été concernées par la relation dyadique entre l'entrepreneur et l'investisseur. Sur cette problématique précise, l'observation de la réalité conduit à un double constat des difficultés rencontrées par ces deux acteurs. D'une part, il demeure parfois difficile pour certains investisseurs d'identifier ou de valider des opportunités potentielles, en raison d'un manque d'informations, de connaissances ou encore d'expertises technologiques/techniques dans un secteur précis. D'autre part, un manque d'expérience antérieure dans la levée d'apport en fonds propres ou encore l'absence de réseaux et connexions avec leur environnement freinent pour certains entrepreneurs l'accès direct à ces investisseurs. Considérant cette difficulté et dans l'espoir de stimuler cette relation coopérative de financements, la communauté scientifique reconnaît aujourd'hui l'existence d'une controverse dans la recherche actuellement disponible sur la façon de réduire l'ampleur des problèmes d'asymétrie d'information entre les investisseurs et les entrepreneurs, surtout lorsqu'une entreprise a besoin de financement lors de la phase d'amorçage ou encore de démarrage/création. De ce fait, elle n'est pas en mesure d'expliquer comment et pourquoi certains entrepreneurs réussissent l'accès au financement par capital-risque, et d'autres non.*

*Plusieurs travaux théoriques et empiriques dans le champ de la finance entrepreneuriale portent aujourd'hui sur les réseaux, incluant le capital social, source cruciale dans toute démarche de recherche des opportunités de financements externes. Parmi ces travaux, un nombre grandissant s'inscrit dans ce courant de recherche, avançant l'idée que les entrepreneurs pourraient s'appuyer sur leur capital social personnel ou encore emprunter celui d'autres acteurs pour réduire les problèmes d'asymétrie d'information, de façon à réussir la levée d'apport en fonds propres. En effet, on voit de plus en plus émerger des travaux s'inscrivant dans le contexte du capital-risque, reconnaissant l'importance du canal par lequel le projet d'entreprise va transiter jusqu'à l'investisseur.*

*Malgré l'intérêt que suscitent ces pratiques, les façons de faire sont encore bien peu structurées et les résultats demeurent souvent mitigés. Par ailleurs, sur le plan théorique et empirique, bien que les travaux portant sur le capital social – considéré comme l'une des stratégies et l'un des mécanismes de réduction de l'ampleur des problèmes d'asymétrie d'information – soient de plus en plus nombreux, la dimension tripartite d'un tel processus demeure à ce jour inexplorée.*

*L'objectif de cette thèse est de proposer un cadre intégré de ce processus de décision d'investissement dans sa dimension tripartite qui prend en compte le rôle prépondérant d'une tierce de confiance, permettant de mieux comprendre quand les entrepreneurs peuvent s'adresser directement aux investisseurs en capital-risque et sous quelles conditions ils peuvent (doivent) s'appuyer sur des tierces de confiance. Pour faire face à ce défi, elle adopte le paradigme épistémologique positiviste et*

*recourt essentiellement à une approche hypothético-déductive, combinée à une étude qualitative, purement exploratoire. L'approche générale se veut donc à la fois qualitative et quantitative.*

*Au niveau théorique, la recherche adopte une approche transdisciplinaire en analysant les origines du concept du capital social et en faisant ressortir les principales contributions dans le cadre de l'entrepreneuriat et, plus spécifiquement, du financement de jeunes entreprises. Elle fait ressortir une analyse synthétique non exhaustive de la littérature – principalement anglo-saxonne – sur le processus de décision des professionnels du capital-investissement. Cette analyse nous fournit un vocabulaire et un corpus de connaissances que nous avons ensuite pu confronter de visu avec les propos et les pratiques des investisseurs en capital marocains et français.*

*Les résultats proposent également des pistes porteuses pour des champs d'études connexes, tels que l'incubation et le mentorat entrepreneurial. Au niveau managérial, la réalisation d'un tel projet nous a permis d'explorer le fonctionnement et l'efficacité d'une relation tripartite visant l'identification et la validation de certains sujets précis relatifs à des opportunités d'affaires. D'une part, les résultats permettent d'envisager le développement d'outils d'aide à la décision au profit des investisseurs, afin de les sensibiliser au consensus qui se dégage au niveau de leurs critères d'évaluation de jeunes entreprises et, ce faisant, ressortir le rôle prépondérant d'une tierce de confiance dans une perspective tripartite. D'autre part, les résultats permettent également de sensibiliser les entrepreneurs souhaitant se lancer dans une démarche de recherche de financements par apport en fonds propres, ainsi que les intervenants en développement économique souhaitant se lancer dans la mise en place de telles pratiques.*

**Mots clés :** *capital social, capital-investissement, capital-risque, tierce de confiance, jeune entreprise, finance entrepreneuriale, risque, processus de décision, critères d'évaluation.*

## **The influence of social capital and the role of the trusted third-party on equity financing in young venture: a case to French and Moroccan venture capitalists**

### ***English abstract***

*Since the end of 1980s, Venture Capital attracts the attention of researchers and practitioners. VC financing is usually an option source of equity capital; this equity financing is important for young ventures with high growth potential and Venture Capitalists' decisions which have a major impact on the eventual success. Research is still at its infancy on this subject and it is difficult to find a holistic and unified view of the VCs' investment decisions. On that specific problem, observing the actual situation leads to two facts of the difficulties encountered by dyadic dimension. On the one hand, it is still difficult for several VCs to identify or to select which ventures to fund due to the lack of information, knowledge or technical expertise in a specific area. On the other hand, equity financing is difficult to obtain for young ventures with a lack of previous functional experience or lack of networks ties and connections with their environment. Many solutions to these problems are available to stimulate the cooperative relationship of equity financing. The scientific community recognizes that there is in the current research available controversy on how to reduce adverse selection problems caused by the asymmetric information between VCs and entrepreneurs, mainly when ventures need financing in their seed or start-up stage. Consequently, it is not able to explain how and why entrepreneurs achieve successfully the acquisition of the VC financing and others do not.*

*Previous research related to entrepreneurial finance has shown several strategies that are available to young ventures in order to overcome the asymmetric information problems. The key to resolving the asymmetric information problems of equity financing for young ventures appears to be their personal social capital with venture capitalists or, if personal social capital is lacking or insufficient, make use of other actors' social capital. In fact, it is common practice in private equity industry that entrepreneurs and VCs get connected through trusted third-parties who recommend founders and investors to each other.*

*Past research has provided mixed results in the strategies that ventures can pursue in order to overcome the asymmetric information problems. The focus is on one of these strategies, namely the use of trusted third-party when connecting to Venture Capitalists. The role that third-party can play for young ventures has been widely acknowledged.*

*The aim of this thesis is to create an integrated framework which missing the robust vision and it is our aim in this research to propose one. In Venture Capitalists investment decisions, the relationship is tripartite between the entrepreneur-VCs and the third-party organization who recommend founders and investors to each other. To better understand when entrepreneurs have ability to get access directly to the VCs and under which conditions they do (have to) rely on trusted third-parties. In order to respond to this challenge, the thesis adopts the epistemological paradigm of 'positivist' and makes use, essentially, of the hypothetical-deductive. The general approach is therefore intended to be qualitative merely exploratory and quantitative.*

*At the theoretical level, the research adopts an interdisciplinary approach to analyze the concept of social capital and underline the main contributions in the entrepreneurship finance and, more specifically, young venture financing. It shows a summary analysis of literature review, generally Anglo-Saxons, to the Venture Capitalists investment decisions process. This analysis provides us with a vocabulary and body of knowledge that we could then compare visually with practices of the Moroccan and French VCs.*

The findings might also have implications for several studies on ventures financing such as entrepreneurial incubation and mentoring. At the managerial level, the realization of such a project has allowed us to explore the efficiency and effectiveness of a tripartite relationship in the identification and validation of the specific topics of business opportunities. On the one hand, the findings allow to consider the development of tools to support the decision in favor of private equity to raise awareness of the emerging consensus at their own evaluation process and thereby evidenced the major role of the trusted third-party in a tripartite relationship. On the other hand, entrepreneurs will be more aware when they engage to start a research equity capital financing, as well as development economic practitioners wishing to engage in the implementation of such practices.

**Keywords:** social capital, venture capitalist, third-party referral, finances entrepreneurial, risk, young ventures, process decisions, screening criteria.

## تأثير رأس المال الاجتماعي ودور طرف ثالث موثوق به على قرار التدخل في تمويل المقاولات الناشئة. حالة التمويل عن طريق رأس المال الجريء في فرنسا والمغرب.

### مخلص باللغة العربية

منذ أواخر عام 1980، جذبت استثمارات رأس المال الجريء انتباه الباحثين والممارسين على اعتباره مصدر التمويل أكثر ملاءمة للمقاولات الناشئة أكثر نمواً، والقرارات المتخذة من قبل المستثمرين لها تأثير كبير على النجاح المتوقع لهذه الشركات في نهاية المطاف. و الأبحاث الأولى في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية المعنية مقتصرة أساساً على العلاقة الثنائية بين صاحب المشروع ومستثمر رأس المال الجريء. بشأن هذه الإشكالية رصدت ملاحظتين اثنتين من الصعوبات واجهت هذين الفاعلين. فمن جهة، يصعب في بعض الأحيان بالنسبة لبعض المستثمرين دوا رأس المال الجريء تحديد أو حسم في مدى صحة الفرص الناجمة بسبب نقص المعلومات والمعرفة أو الخبرة التكنولوجية والتقنية في مجال محدد. ومن جهة أخرى، هناك عدم وجود خبرة سابقة في رفع التمويل برأس المال الجريء أو عدم وجود علاقات مهنية كافية مع المحيط الذي يعيق بعض أصحاب المشاريع للوصول المباشر إلى هؤلاء المستثمرين. واعتباراً لهذه الصعوبة وأملاً في تحفيز هذه العلاقة التعاونية التمويلية فإن الأوساط العلمية تعترف اليوم بوجود جدل في البحوث الحالية المتاحة حول كيفية الحد من حجم المشاكل المتمثلة في عدم التكافؤ في المعلومات بين المستثمرين وأصحاب المشاريع، وخاصة عندما تحتاج مقولة ناشئة إلى التمويل أثناء عملية التمهيدي لخلق المقولة وانطلاقها في بداية النشأة. ولذلك فإنها ليست قادرة على تفسير كيف ولماذا ينجح بعض أصحاب المشاريع في الحصول على التمويل عن طريق رأس المال الجريء، والبعض الآخر لا ينجح؟ العديد من الأعمال النظرية والتجريبية في مجال تمويل المشاريع هي الآن على الشبكات، بما في ذلك رأس المال الاجتماعي. وتعد مصدراً بالغ الأهمية في أي عمل يهدف إلى البحث عن فرص للحصول على تمويل مالي خارجي. ومن بين هذه الأبحاث فإن عدداً متزايداً يندرج ضمن هذا النوع من البحوث وينهض بفكرة أن أصحاب المشاريع المال الاجتماعي الشخصي أو فاعلين آخرين للحد من المشاكل المتمثلة في عدم تكافؤ يمكن أن يعتمدوا على رأس المعلومات من أجل تحقيق رفع رأس المال الجريء. في الواقع نرى المزيد والمزيد من الأبحاث المتألفة في مجال رأس المال الجريء إدراكاً لأهمية القناة التي من خلالها يتم تمرير خطة عمل لمستثمر رأس المال الجريء. وعلى الرغم من الاهتمام الذي تحدثه هذه الممارسات فإن الطرق لا تزال ذات هيكلية ضعيفة والنتائج تبقى غالباً بسيطة. وعلاوة على ذلك فعلى المستوى النظري والتجربي وعلى الرغم من أن الأعمال المتعلقة برأس المال الاجتماعي، والتي تعتبر واحدة من الإستراتيجيات والآليات للحد من حجم مشاكل المعلومات غير المتماثلة، تزداد أكثر وأكثر لكن الطبيعة الثلاثية لأي عملية لا تزال حتى يومنا هذا غير مستكشفة. وان الهدف من هذه الأطروحة هو اقتراح إطار مندمج من عملية اتخاذ القرار الاستثماري في بعده الثلاثي والذي يأخذ بعين الاعتبار الدور الرئيسي لطرف ثالث موثوق به من أجل فهم أفضل، يمكن رجال الأعمال من أن يتوجهوا مباشرة إلى مستثمري رأس المال الجريء وتحت أية ظروف يمكن (يجب) أن يعتمدوا على ثقة الطرف الثالث.

ولمواجهة هذا التحدي يتبنى النموذج المعرفي العلمي الايجابي وتستخدم أساسا مقاربة افتراضية- استنتاجية ملازمة لدراسة نوعية واستكشافية بحتة. وبالتالي فإن المقاربة العامة هي ادن نوعية و كمية.

أما على المستوى النظري فإن البحوث تتبنى مقاربة متعددة التخصصات لتحليل جذور مفهوم رأس المال الاجتماعي وتسلط الضوء على الإسهامات الرئيسية في إطار تنظيم المشاريع، وبشكل أكثر تحديدا تمويل الشركات الناشئة. وقد أظهرت تحليلا موجزا غير حصري للأبحاث النظرية- أساسا الأنكلوسكسونية - على عملية صنع القرار لمهنيي رأس المال الجريء. هذا التحليل يقدم لنا المفردات ومجموعة من المعارف تتمكن من ثم مقارنتها بالعيان مع خطط وممارسات مهنيي رأس المال الجريء في المغرب وفرنسا.

كما تشير النتائج كذلك إلى السبل الواعدة لمجالات الأبحاث ذات الصلة، مثل الحضانة وروح المبادرة. وأما على المستوى الإداري فإن انجاز نوع مثل هذا سمح لنا باستكشاف كفاءة وفعالية العلاقة الثلاثية الرامية للتحديد والتحقق من صحة مواضيع محددة من فرص المشاريع المقترحة.

ومن ناحية، فإن النتائج تسمح للنظر في تطوير دعم اتخاذ القرار لمهنيي رأس المال الجريء من أجل زيادة الوعي التوافقي الناشئ في أدوات التقييم والمعايير لدى المقاولات الناشئة. وهذا يسلط الضوء على الدور الهام للطرف الثالث الموثوق به في المنظور الثلاثي. ومن ناحية أخرى، فإن النتائج تمكن أيضا من زيادة وعي أصحاب المشاريع الذين يرغبون في بدء البحث عن تمويلات من خلال مساهمة الإنصاف، فضلا عن الفاعلين في التنمية الاقتصادية الراغبين في المشاركة في إرساء هذه الممارسات.

**كلمات البحث:** رأس المال الاجتماعي، رأس المال الجريء، طرف ثالث موثوق به، المقاولات الناشئة، تمويل المشاريع، المخاطر، صنع القرار ومعايير التقييم