

**Et si l'échec renforçait la légitimité ? Le cas singulier du capital-risqueur**  
**Failure strengthening legitimacy? The singular case of the venture capitalist**  
**Y si el fracaso fortaleciera la legitimidad? El caso específico de la entidad capital-riesgo**

Sandra Charreire-Petit et Emmanuelle Dubocage

Volume 19, numéro 3, printemps 2015

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1043007ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1043007ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal  
Université Paris Dauphine

ISSN

1206-1697 (imprimé)  
1918-9222 (numérique)

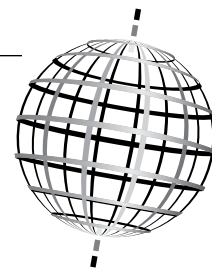
[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Charreire-Petit, S. & Dubocage, E. (2015). Et si l'échec renforçait la légitimité ? Le cas singulier du capital-risqueur. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 19(3), 129-147.  
<https://doi.org/10.7202/1043007ar>

Résumé de l'article

Cet article pose la question des liens singuliers qu'entretiennent l'échec et la légitimité professionnelle. Nous choisissons le capital-risque pour explorer ces liens car les échecs y sont récurrents. La méthodologie est qualitative et prend appui sur une série d'entretiens semi-directifs. Nous montrons que l'échec est avant tout une affaire de perception. La syndication constitue la pratique professionnelle à travers laquelle la légitimité des capital-risqueurs est éprouvée. Nos investigations montrent que la légitimité n'est donc pas nécessairement altérée par l'échec. Tout dépend de la perception de l'échec (naturelle / dysfonctionnelle) et de la responsabilité de l'acteur dans cet échec (engagée / non engagée).



---

# Et si l'échec renforçait la légitimité ? Le cas singulier du capital-risqueur

## Failure strengthening legitimacy? The singular case of the venture capitalist

### Y si el fracaso fortaleciera la legitimidad? El caso específico de la entidad capital-riesgo

SANDRA CHARREIRE-PETIT  
*Université Paris Sud, RITM*

EMMANUELLE DUBOCAGE  
*Université Paris Sud, RITM*

---

#### RÉSUMÉ

Cet article pose la question des liens singuliers qu'entretiennent l'échec et la légitimité professionnelle. Nous choisissons le capital-*risque* pour explorer ces liens car les échecs y sont récurrents. La méthodologie est qualitative et prend appui sur une série d'entretiens semi-directifs. Nous montrons que l'échec est avant tout une affaire de perception. La syndication constitue la pratique professionnelle à travers laquelle la légitimité des capital-*risqueurs* est éprouvée. Nos investigations montrent que la légitimité n'est donc pas nécessairement altérée par l'échec. Tout dépend de la perception de l'échec (naturelle / dysfonctionnelle) et de la responsabilité de l'acteur dans cet échec (engagée / non engagée).

Mots clefs : capital-*risqueur*, échec, légitimité, responsabilité

#### ABSTRACT

This article raises the question of the links between failure and legitimacy in the professional practice. We choose to focus on the venture capitalists because failures are recurrent in their practice. Our methodology is qualitative (semi structured-interviews with French venture capitalists). We show that failure is a matter of perception. The main professional practice of this profession – syndication – is the place where professional legitimacy is enhanced, maintained or damaged. Our results show that legitimacy is not necessarily affected by failure. It depends on the perception of failure and on the perceived responsibility of the actor in the failure.

Key words: venture capital, failure, legitimacy, responsibility

#### RESUMEN

La cuestión planteada en este artículo es sobre el vínculo entre el fracaso y la legitimidad profesional. Para explorar este vínculo, elegimos el medio de capital-*riesgo*, donde el fracaso es recurrente. La metodología empleada es cualitativa (serie de entrevistas semi-estructuradas). Mostramos que el fracaso es antes que nada una cuestión de percepción. La sindicación constituye la práctica profesional a través de la cual la legitimidad de la entidad de capital-*riesgo* es probada. Nosotros proponemos una matriz que combina las percepciones del fracaso y de la responsabilidad de la entidad de capital-*riesgo* que revela diferentes efectos sobre la legitimidad.

Palabras claves : entidad de capital-*riesgo*, fracaso, legitimidad, responsabilidad

---

Les épisodes de crises économiques et financières se succèdent depuis 2008 au niveau mondial. Les acteurs du monde de la finance (investisseurs institutionnels, agences de notation...) sont régulièrement convoqués pour rendre compte de leurs mauvaises anticipations ou erreurs d'appréciation, voire de leurs échecs, sans pour autant que leur légitimité, auprès de tiers ou entre pairs, ne soit entamée. Ceci interroge les liens particuliers qu'entretient la légitimité professionnelle avec les échecs.

En management, le concept d'échec ne fait l'objet que de peu d'attention et les recherches empiriques relatives ne sont que très peu nombreuses, comparées à celles qui s'attachent à identifier les ingrédients qui fondent ou qui permettent de construire des succès. Le numéro spécial « *Organizational Failure* » de la revue *Long Range Planning* en 2005 a permis de réaffirmer l'intérêt de s'intéresser de plus près

au rôle des échecs et de dépasser les seuls objectifs de les éviter (Miner, et al., 1999) ou d'identifier, pour les répliquer, les clefs du succès (Cameron *et al.*, 1997). Edmonson (2011) milite pour un changement de paradigme qui verrait les organisations s'intéresser – et donc valoriser – réellement leurs échecs pour mieux réussir. En recherche, l'intérêt pour l'échec est donc récent mais bien réel. La légitimité est, quant à elle, un concept mobilisé fréquemment au sein de nombreux courants ou écoles de pensée en management depuis qu'elle a été envisagée, par la théorie institutionnelle en particulier, comme une véritable ressource pour l'organisation (Meyer et Rowan, 1977; Suchman, 1995; Suddaby et Greenwood, 2005).

Cependant, des recherches sur les rapports qu'entretiennent échec et légitimité sont encore à conduire tant nous n'en savons finalement que très peu au plan théorique sur

l'articulation entre ces deux concepts. Cet article se propose donc d'apporter des réponses aux questions suivantes : L'échec dégrade-t-il forcément la légitimité ? La légitimité peut-elle résister aux échecs répétés ? Afin de mieux comprendre la relation échec – légitimité, nous faisons le choix de nous intéresser à une figure particulière : celle du capital-risqueur. Le capital-risque est un mode de financement de l'innovation radicale. Il est associé à des réussites célèbres : Apple, Intel et Microsoft notamment aux Etats-Unis ou Soitec et Carmat en France. Néanmoins, ces *Success Stories* sont peu nombreuses au regard des échecs d'investissement qui font le quotidien des capital-risqueurs. En effet, l'échec est consubstantiel du métier de capital-risqueur et est, au-delà, parfaitement admis par cette communauté. Gorman et Sahlman (1989 : 238) considèrent que l'échec est « *endémique au processus de financement par le capital-risque* ».

Cet article s'inscrit dans un agenda de recherche, défini notamment par les spécialistes du champ comme Dimov et De Clercq (2004, 2006), visant à mieux cerner ce qu'est l'échec dans le capital-risque. Focaliser l'attention sur la figure du capital-risqueur nous a semblé judicieux car la légitimité de cet investisseur particulier est une ressource stratégique et critique pour sa survie.

La première partie de l'article s'attache à identifier les enjeux et perspectives relatifs aux concepts d'échec et de légitimité dans la littérature. La méthodologie, présentée dans la deuxième partie, est qualitative et prend appui sur une série d'entretiens semi-directifs auprès de capital-risqueurs. Deux phases d'enquête successives nous permettent de confronter les repérages théoriques effectués à la parole des acteurs. L'analyse des données de terrain permet de révéler des liens inattendus entre l'échec et la légitimité. Ainsi, dans la troisième partie, nous montrons que la qualification de l'échec est avant tout affaire de perception et qu'un investissement perçu comme un échec d'un point de vue strictement financier peut même, sous certaines conditions, être source de légitimité pour le capital-risqueur auprès de ses pairs. Enfin, nous proposons une matrice qui combine, de façon inédite dans la littérature, la perception de l'échec (naturelle *versus* dysfonctionnelle) et celle de la responsabilité du capital-risqueur (engagée *versus* non engagée). Les quatre combinaisons révèlent différents effets possibles sur la légitimité, celle-ci étant soit dégradée, soit maintenue ou même renforcée.

## L'échec et la légitimité : enjeux et perspectives

### L'ÉCHEC DANS LA LITTÉRATURE

La littérature académique traitant de l'échec est relativement peu abondante en management alors même que les échecs dans le monde des affaires, eux, sont nombreux. Il existe de multiples manières d'envisager l'échec et, ce faisant, la littérature offre de nombreuses définitions. Si l'échec est généralement envisagé sous l'unique angle de l'arrêt de

l'activité de l'entreprise, certains auteurs ont enrichi cette vision. Ainsi, pour Shepherd, Douglas et Shanley (2000), le « risque de mortalité » d'une firme doit être intégré dans ce que l'on a coutume d'appeler l'échec. Pour McGrath (1999), l'échec est avant tout le reflet de nos jugements. Pour Scott et Lewis (1984), il est difficile à cerner parce qu'il est synonyme d'autres notions, telles que la mort, la discontinuité, l'insolvabilité ou la faillite. L'échec est donc un concept polysémique qui doit s'apprécier de manière dynamique, tant chacune de ces notions est susceptible d'évoluer dans le temps. Même s'il existe divers sens au concept d'échec, la littérature l'envisage le plus souvent comme étant une défaillance ou une faillite de l'entrepreneur.

L'échec est quasi systématiquement perçu comme un événement négatif dans la vie d'une entreprise ou d'un entrepreneur, rarement comme une occasion de se remettre en cause et d'apprendre. Les quelques travaux sur l'apprentissage par l'échec montrent, en outre, que les organisations qui apprennent de leurs échecs sont rares. Baumard et Starbuck (2005) mettent en lumière le procédé de rationalisation *a posteriori* emprunté par les dirigeants dont l'organisation connaît l'échec, montrant ainsi qu'ils apprennent finalement assez peu à cette occasion. L'échec est souvent tabou dans le monde des praticiens, ce qui le rend difficile à étudier par les chercheurs tant l'accès aux données est complexe. En outre, en situation d'ambiguïté, percevoir la différence entre le succès et l'échec peut se révéler complexe (Levitt et March, 1988) tant les objectifs poursuivis peuvent être distincts et flous pour les acteurs. L'échec ou le succès étant largement affaire de perception et d'interprétation, les acteurs peuvent modifier le ou les outils de diagnostic afin d'interpréter de manière plus positive des situations relevant de la sphère managériale (Chuang et Baum, 2003).

La théorie de l'attribution, qui trouve son origine en psychologie sociale (Heider, 1958; Jones *et al.*, 1972; Weiner, 1986), met en évidence la tendance des individus à attribuer l'échec à autrui plutôt qu'à eux-mêmes. Elle révèle notamment le biais dit du « *self-serving attribution* » : les individus supposent que les résultats positifs découlent de leurs propres actions (attribution interne) tandis qu'ils expliquent les résultats négatifs par des causes externes (attribution externe). Curieusement, la théorie de l'attribution n'a pas été beaucoup mobilisée pour étudier l'échec en management. Or, la question de l'attribution de l'échec est importante. Ce dernier représente une source potentielle d'apprentissage si l'individu n'est pas dans le déni de sa propre responsabilité (Shepherd et Cardon, 2009; Mantere *et al.*, 2013). S'il ne se sent pas responsable, le processus d'apprentissage peut même être inhibé. Par ailleurs, les acteurs peuvent être collectivement traumatisés par un échec et être tentés d'écarter la personne qui incarne le plus cet échec collectif afin de repartir sur de nouvelles bases (Cusin, 2008). Ce faisant, il y a fort à parier qu'ils apprennent très peu. Par ailleurs, les acteurs qualifient plus ou moins d'échec une expérience donnée en fonction d'un

niveau initial de résultat attendu. Dans le même esprit, le moment auquel on décide de mesurer la performance peut avoir un impact sur la caractérisation en échec *versus* succès d'une expérience collective. En outre, la société, notamment occidentale, n'est pas organisée pour que les individus fassent part sans retenue de leurs «échecs». On pourra sur cette question se reporter aux écrits d'Argyris (1993) sur le paradoxe du dirigeant face à l'apprentissage, à la recherche de Cannon et Edmonson (2005) qui traite des «efforts» à faire pour «*apprendre à échouer intelligemment*» ou encore aux travaux, plus anciens, de Sitkin (1992) qui met en lumière les stratégies d'évitement ou de minimisation des acteurs face à l'idée même de l'échec. Edmonson (2011) relève, dans le même esprit, la dénomination trompeuse de l'expression «essai – erreur», souvent associée aux expériences ayant conduit à l'échec. En effet, cette expression laisse entendre qu'il y a systématiquement une «*right way*» qui ne serait pas empruntée par les acteurs, ce qui n'est pas le cas dans bien des domaines où, pour découvrir et innover, il est indispensable de recourir à des «échecs intelligents». D'autres recherches montrent l'intérêt de dépasser la vision binaire de l'échec (frein ou levier) dans le processus d'apprentissage (Charreire-Petit *et al.*, 2013) en faisant apparaître une forme nouvelle : l'apprentissage malgré l'échec. Cusin (2008) met en évidence le rôle des émotions dans le processus d'apprentissage par l'échec, montrant ainsi que ce dernier n'est pas une expérience comme les autres. Cette dimension émotionnelle de l'échec nous semble intéressante, notamment parce qu'elle est susceptible d'influencer sa perception. Ces différents éléments ouvrent de nouvelles perspectives concernant le lien entre la perception de l'échec par l'individu, sa responsabilité dans l'échec et l'impact sur sa légitimité.

#### LA LÉGITIMITÉ DANS LA LITTÉRATURE

La légitimité est un concept multidimensionnel, mobilisé au sein de nombreux courants ou écoles de pensée en management<sup>1</sup>. D'après Suchman (1995), de nombreux chercheurs utilisent le concept de légitimité, mais peu le définissent. Dans un article structurant pour le champ, Elsbach (1994) oppose puis rassemble deux visions : celle d'une gestion symbolique de la légitimité, pilotée par l'individu, en réaction à des menaces perçues sur sa légitimité (Marcus et Goodman, 1991) et celle d'une perspective institutionnelle, où c'est l'organisation qui anticipe d'éventuelles atteintes ou menaces à sa légitimité. Grâce aux trois études empiriques conduites, Elsbach (1994) montre que les gestions symbolique et institutionnelle de la légitimité se répondent et s'influencent l'une l'autre, au fil du temps, dans une relation dialogique. Cette manière d'envisager à la fois une perspective managériale et une perspective institutionnelle de la légitimité rend assez fidèlement compte finalement des

débats et controverses dans cette littérature. En effet, une analyse de la littérature permet de distinguer au moins deux grandes acceptions de la légitimité. La première est résolument située dans une perspective managériale au sein de laquelle les organisations cherchent à manipuler des symboles, pour se procurer ou pour préserver des ressources, dans la perspective d'un support sociétal pérenne pour leurs activités. Dowling et Pfeffer (1975 : 122) proposent une définition de la légitimité organisationnelle : «*Organizations seek to establish congruence between the social values associated with or implied by their activities and the norms of acceptable behavior in the larger social system of which they are a part. Insofar as these two value systems are congruent we can speak of organizational legitimacy*». Pfeffer et Salancik (1978) soulignent avec force dans leur ouvrage que cette acceptabilité sociale résulte précisément de la légitimité acquise, laquelle peut être plus importante que la performance économique ou financière. La seconde acception renvoie aux travaux néo-institutionnels (Meyer et Rowan, 1977; Zucker, 1987; Powell &, DiMaggio, 1991) qui accordent surtout de l'importance aux dynamiques de structuration des secteurs, lesquelles produisent des pressions sociales et culturelles qui transcendent le contrôle qu'une seule organisation peut exercer. La légitimité à exister, pour une organisation, doit être mise en perspective avec la dimension symbolique de la conformité à l'environnement, laquelle agit comme un standard dont la rationalité n'est plus discutée. C'est ce que Meyer et Rowan (1977) appellent les «*mythes rationnels*» de l'environnement que les organisations doivent incorporer dans leurs structures formelles pour se développer et devenir légitimes. Les organisations apprennent ainsi à intégrer des règles sociales, admises et non discutées, en vigueur dans leur environnement. Meyer et Rowan (1977 : 106) expliquent de cette manière que les entreprises ont employé de plus en plus d'économistes, profession à la légitimité grandissante dans les années 70, afin de devenir elles-mêmes légitimes.

Dans un article sur l'état de l'art, Suchman (1995) a le mérite de proposer une définition qui retient les dimensions symbolique et managériale de la légitimité, tout en intégrant sa dynamique pour la construction de l'action collective. Plus précisément, Suchman opte pour une approche cognitive de la légitimité en distinguant la «*compréhensibilité*» et le «*tenu pour acquis*». Le principe du «*tenu pour acquis*» est congruent avec la logique néo-institutionnelle; en promouvant les logiques de conformité (comportementale ou cognitive), la légitimité est renforcée. Dans cette recherche, nous prenons appui sur sa définition : «*Legitimacy is a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions*» (Suchman, 1995 : 574). Cette

1. Deephouse et Carter (2005) mettent en évidence la différence entre les concepts de légitimité et de réputation. Les travaux sur la légitimité mettent l'accent sur l'acceptation sociale résultant de l'adhésion à des

normes communes tandis que les recherches mobilisant la réputation soulignent les comparaisons entre organisations.

définition est opératoire, tant pour les niveaux individuel que collectif, et nous interrogeons des individus (les capital-risqueurs) qui représentent des organisations de faible taille (les fonds de capital-risque).

#### L'ÉCHEC DANS LE MONDE DU CAPITAL-RISQUE : QUELLE INFLUENCE SUR LA LÉGITIMITÉ DU CAPITAL-RISQUEUR ?

Dans la littérature en management, le couple formé par le capital-risqueur et le dirigeant est abondamment étudié. Citons entre autres : Cable et Shane, 1997; Gompers et Lerner, 2000; Shepherd et Zacharakis, 2001. Le dirigeant de la *start-up* (ou le financé) fait également largement l'objet d'investigations en tant qu'acteur stratégique. Des recherches s'intéressent par ailleurs à l'apprentissage et au transfert de connaissances entre capital-risqueurs et dirigeants de start-ups (Berglund, Hellstöm et Sjolander, 2007; Cavelius et Dessertine, 2009; Fernhaber et McDougall-Covin, 2009).

En revanche, peu d'attention est portée au capital-risqueur lui-même. Penchons-nous sur les rares travaux qui traitent de ses échecs et interrogeons-nous sur le sens de la légitimité professionnelle dans son cas spécifique. Les recherches traitant de l'échec dans le capital risque sont limitées. Zacharakis, Meyer et De Castro (1999) avancent au moins deux raisons : les données financières publiques en cas d'échec n'existent pas et les protagonistes sont plus enclins à évoquer leurs succès que leurs échecs. En souscrivant aux propos de J.B Levy<sup>2</sup>, nous ajoutons une troisième raison : le rythme de la vie des affaires ainsi que le nombre élevé d'échecs conduisent les acteurs à ne pas s'appesantir sur eux et à canaliser leur énergie sur les projets suivants. Cet argument nous semble particulièrement adapté au monde professionnel du capital-risque. Les cas d'échecs étudiés dans le monde du capital-risque révèlent, en outre, que les causes sont multiples et sont souvent liées à des interprétations divergentes des situations entre le capital-risqueur et l'entrepreneur (Zacharakis, Meyer et De Castro, 1999; Cope, Cave et Eccles, 2004; Mantere *et al.*, 2013). Ces cas montrent que, comme pour d'autres champs empiriques, les individus attribuent plus volontiers leurs propres échecs à des circonstances externes, et les échecs de tiers aux défauts et erreurs de jugement de ces derniers (Fiske et Taylor, 1991). Notons que ces quelques articles traitant de l'échec sont essentiellement analysés du point de vue du capital-risqueur qui rejette généralement l'échec sur l'entrepreneur (*self attribution bias*). Les capital-risqueurs reconnaissent néanmoins la nature complexe et contextualisée des échecs. L'entrepreneur n'est pas forcément le seul

responsable et son échec n'est pas automatiquement considéré comme une « marque noire » sur sa personne (Cope, Cave et Eccles, 2004).

Au-delà de la question de la responsabilité face à l'échec, il nous semble que sa dimension naturelle doit être prise en compte. Comme nous l'avons déjà souligné, Gorman et Sahlman (1989) considèrent que l'échec est consubstantiel du métier de capital-risqueur. Pour Cope, Cave et Eccles, (2004 : 168), il revêt un caractère « inévitable » en raison de phénomènes « hors du contrôle » du capital-risqueur et de l'entrepreneur. Les échecs occupent en effet une place particulièrement importante dans le portefeuille d'investissement des capital-risqueurs. Le témoignage d'un capital-risqueur à cet égard est édifiant : « *Nous investissons dans des secteurs à fort contenu scientifique et technologique, secteurs où le phénomène de destruction créatrice est quasi permanent. C'est dans ces domaines où l'invention est perpétuelle, l'incertitude permanente et les positions jamais acquises que notre espoir de gain est paradoxalement le plus grand. En contrepartie, notre niveau d'échecs est significatif* »<sup>3</sup>. La posture du capital-risqueur est la suivante : quelques réussites exceptionnelles devraient très largement compenser les autres investissements du portefeuille. La première expérience du financement par le capital-risque, l'*American Research et Development Corporation*, révèle pour la première fois la disparité des rendements : « une masse d'investissements à rentabilité moyenne, médiocre ou à perte, compensée par quelques réussites d'entreprises très brillantes »<sup>4</sup> (Geoffron, 1990, p. 259). Plus récemment, en France, un capital-risqueur témoigne : « *Il suffit que nous réalisons un très gros succès sur une ou deux de nos participations pour que le TRI de notre portefeuille soit assuré* » (Demonsang et Gombart, 2000). La dispersion semble être la même aux Etats-Unis : Rabeharisoa (1996 : 87) rapporte les propos d'un capital-risqueur : « *We all know that we have failures. Out of ten companies that we start, two or three fail, one or two are successful, and the rest is in the medium. Venture-capitalists have one or two major successes which pay for all the others* ». La place prépondérante des échecs du point de vue financier (80 %) propre à l'activité du capital-risque interroge le rôle de ceux-ci dans la légitimité du capital-risqueur

La question de la légitimité du capital-risqueur se pose de façon particulière : elle n'est pas « donnée » ou labellisée par un diplôme *ad hoc*, comme celle du médecin ou de l'avocat par exemple, mais elle est acquise par la pratique du métier lui-même. Idéalement, le capital-risqueur

2. Jean Bernard Levy, Président du Directoire de Vivendi, dans la préface de l'ouvrage de Cusin (2008)

3. Source : Philippe Méré : « Le capital-risqueur, une sorte de producteur de cinéma ». Les Echos – L'art d'entreprendre, juin 2007

4. La première *Success Story, Digital Equipment*, devenue la seconde entreprise mondiale d'informatique, prouve la viabilité de ce nouveau mode de financement. Durant ces 36 années d'existence, la moitié des profits de l'A.R.D provient de cette prise de participations. En 1957, l'A.R.D investit 70.000 \$ dans cette firme, ce qui correspond à 78 % de son capital. Quinze ans plus tard, l'A.R.D voit sa mise initiale multipliée par 5800.

détient une double formation : technologique et financière<sup>5</sup>. La formation technologique de l'investisseur est essentielle car elle lui donne les moyens de comprendre les enjeux technologiques d'un projet innovant, d'avoir une discussion de spécialiste avec l'entrepreneur. Or, l'acquisition de ces compétences est problématique : « *The skills needed to for successful venture capital fund investing are difficult and time – consuming to acquire. Practitioner accounts emphasize that venture capitalists have highly specialized skills, which are difficult to develop or even identify* » (Gompers et Lerner, 2000 : 4). Hayton et Zahra (2005) soulignent que la connaissance dans le cadre des start-ups de haute technologie est « *quickly eroded* ». La légitimité n'est jamais acquise de façon définitive mais sans cesse remise en cause car les structures d'investissement sont des fonds à durée limitée (généralement 8 à 10 ans). Conformément à la théorie néo-institutionnelle, si le capital-risqueur n'est pas légitime, il ne peut pas lever des fonds auprès des investisseurs institutionnels et encourt le risque d'être exclu du marché du capital-risque. La légitimité du capital-risqueur est ainsi un enjeu majeur de sa survie. Dans l'acceptation de Suchman (1995) que nous avons retenue dans cette recherche, la légitimité du capital-risqueur devrait ainsi s'exprimer à travers un système de normes (double compétence technologique et managériale, taille critique du fonds d'investissement, montant minimum à investir...) mais aussi un système de valeurs (respect du code de déontologie de la profession...) et de croyances (la « *success story* » est un graal...). Dans cette recherche, nous choisissons de saisir la légitimité du capital-risqueur à travers la syndication qui constitue le cœur de son activité professionnelle. Ainsi, nous privilégions délibérément l'analyse de la légitimité entre pairs, et non la légitimité du capital-risqueur telle qu'elle serait perçue par d'autres parties prenantes telles que les dirigeants de *start-ups* ou bien encore les investisseurs institutionnels. Ce niveau d'analyse permet, en effet, de saisir comment les capital-risqueurs se jugent eux-mêmes, jugent leurs pairs et appréhendent leurs propres responsabilités dans l'échec.

La syndication rend compte de la réunion autour d'un même « tour de table » de plusieurs capital-risqueurs pour financer une start-up. Le syndicat des investisseurs est dirigé par un chef de file dont les missions sont décidées par l'ensemble des partenaires (Battini, 2005). Dans la littérature, la syndication est analysée essentiellement sous l'angle de la diversification des risques ou de la théorie des ressources (Manigart, *et al.*, 2006). Pour Wright et Lockett (2003), la syndication constitue un lieu d'acquisition de compétences et un capital-risqueur prend la *lead* d'une syndication s'il a confiance dans sa capacité à être actif dans les investissements. Ferrary (2006; 2010) analyse les syndications aux Etats-Unis comme un lieu d'échanges informels réciproques et différés. La littérature n'analyse cependant pas directement la syndication sous l'angle de

la légitimité qu'elle pourrait procurer au capital-risqueur. En suivant les précurseurs du courant néo-institutionnel, nous considérons que la syndication fonctionne comme un « mythe rationnel », au sens de Meyer et Rowan (1977) et que la légitimité sociale du capital-risqueur agit comme une ressource stratégique et comme une condition de son action dans son milieu professionnel.

Zimmerman et Zeitz (2002) établissent un lien entre l'échec et la légitimité, mais pour le cas de la nouvelle entreprise. Ils soulignent le caractère crucial de la légitimité de manière intéressante et proposent le concept de « seuil de légitimité » en deçà duquel l'organisation ne doit pas descendre, sous peine que l'échec lui soit fatal. Pour une nouvelle entreprise, échouer dans l'acquisition de sa légitimité, peut l'empêcher, temporairement ou définitivement, d'opérer légalement et peut limiter ou interdire son accès aux ressources. Notre travail s'intéresse à l'individu – le capital-risqueur – et non à une organisation telle que la nouvelle entreprise. Leur perspective apparaît donc sensiblement différente de la nôtre. Néanmoins, le concept de « seuil de légitimité » est pertinent pour étudier le capital-risqueur car l'assimilation est fréquente entre celui-ci et la structure pour laquelle il opère, tant la taille de ladite structure est petite.

En synthèse, si l'étude des littératures sur l'échec et la légitimité fait apparaître quelques rares travaux reliant succès et légitimité (Diez-Martin *et al.*, 2013), à notre connaissance, et hormis ceux de Zimmerman et Zeitz (2002), il n'existe pas de travaux interrogeant ensemble échec et légitimité, y compris au plan empirique. C'est précisément pour combler ce manque que nous questionnons le lien entre échec et légitimité au sein du contexte très spécifique du capital-risque. Nous nous posons les questions suivantes : Qu'est-ce qu'un échec pour le capital-risqueur ? L'échec relève-t-il d'une évaluation objective ou est-il affaire de perception ? Quid de la légitimité du capital-risqueur en cas d'échec ? La légitimité peut-elle résister aux échecs répétés du capital-risqueur ?

### Méthodologie de la recherche : une analyse exploratoire en deux phases

La présente recherche qualitative et exploratoire est conduite en deux phases. L'objectif de la première phase est de qualifier l'échec et la légitimité pour le capital-risqueur. L'analyse des résultats empiriques de cette première phase nous a incitées à procéder à une seconde phase d'enquête, dont l'objectif est d'explorer les liens entre les échecs perçus et la légitimité du capital-risqueur.

Nous avons réalisé une série d'entretiens en deux phases avec des capital-risqueurs du microcosme du capital-risque en France. En 2010, le monde professionnel du

5. Dans le secteur des biotechnologies, il sera pharmacien, médecin ou biologiste alors que dans le secteur des Technologies de l'Information

et de la Communication, il sera ingénieur des télécommunications ou informaticien.

capital-risque<sup>6</sup> au sens strict est très petit en France. L'indicateur de Chausson Finance recense, au premier semestre 2010, 53 sociétés de capital-risque dont 16 qui ont investi plus de 10 millions d'Euros. Les dix fonds les plus actifs représentent 55 % des montants investis.

### PHASE 1 : QUALIFICATION DE L'ÉCHEC ET DE LA LÉGITIMITÉ POUR LE CAPITAL-RISQUEUR

Le terrain choisi est réputé très difficile d'accès. Les capital-risqueurs constituent une communauté professionnelle fermée, qui ne se livre pas facilement. En effet, la pratique professionnelle nécessite qu'une partie des informations détenues par chaque capital-risqueur lui reste propre, ce qui n'incite pas à livrer sur la place publique les connaissances et analyses de chacun. Nous avons cependant pu réaliser six entretiens d'une durée moyenne de 2 heures au premier semestre 2010 : ils renvoient à l'expérience acquise par le capital-risqueur sur une longue période. La dimension temporelle est importante car elle permet d'intégrer à l'analyse les périodes d'euphorie, de crise puis de stabilité qu'a connues le capital-risque en France, nous prémunissant ainsi du risque de surinterprétation des données sur la dernière période.

Dans la mesure où la population des capital-risqueurs est hétérogène et de petite taille, plutôt que le nombre de capital-risqueurs interrogés, nous avons ainsi privilégié la diversité des profils (des « stars », des nouveaux). Les six capital-risqueurs ont des profils distincts : leur âge varie de 35 à 60 ans et ils ont une expérience dans le capital-risque allant de 5 à 25 ans :

- nous avons interrogé des capital-risqueurs véritables « stars de la profession » qui cumulent expérience et statut d'associés seniors dans des structures prestigieuses. Ils sont célèbres et reconnus car ils comptent une ou plusieurs *Success Stories* à leur actif. Un des capital-risqueurs interrogés fait partie de la première structure de financement française (la plus ancienne et la plus renommée). Son fond de capital-risque a investi à lui-seul plus de 30 millions d'euros au premier semestre 2010.
- nous avons recueilli également les témoignages de nouveaux entrants, évoluant dans des structures récentes. Ces capital-risqueurs sont considérés comme étant en phase d'acquisition d'expérience par le milieu.

Cette hétérogénéité de l'échantillon interrogé constitue un choix méthodologique et répond à la volonté de refléter la diversité des situations en termes de légitimité et d'expérience dans la profession du capital-risque en France.

Sur les 53 fonds de capital-risque recensés par Chausson Finance au premier semestre 2010, 30 % ont investi plus de 10 millions d'euros et 70 % moins de 10 millions. Cette proportion est la même au niveau de notre échantillon. En effet, 2 des 6 entretiens concernent des fonds qui ont investi plus de 10 millions d'euros et 4 moins de 10 millions d'euros. Nous ne visons donc pas une validité externe appuyée par une généralisation de type statistique, mais une généralisation de type analytique (Yin, 2002). Par ailleurs, les structures de capital-risque étant de faible taille<sup>7</sup> et n'existant pas sans les figures emblématiques de la profession, nous avons considéré, au plan méthodologique, que les niveaux organisationnel et individuel ne faisaient qu'un.

Les six entretiens avec les capital-risqueurs ont été administrés par un chercheur puis, retranscrits intégralement et analysés qualitativement par les deux chercheurs (Cf Annexe 1). L'analyse croisée a consisté à coder séparément les entretiens avec la même grille, puis à échanger. Le codage a retenu les thèmes suivants : caractérisation de l'échec; caractérisation du succès; compétences du capital-risqueur; comportement du capital-risqueur; pratique professionnelle (la syndication).

Le guide d'entretien (première phase) invite le capital-risqueur à évoquer l'échec et la légitimité dans son milieu professionnel. Il est apparu que l'échec était largement une affaire de perception. Cette première phase d'enquête a également permis d'identifier les différents ingrédients de la légitimité. Cependant, à l'issue de cette première phase, une question essentielle demeure : De quelle manière la perception de l'échec affecte-t-elle la légitimité du capital-risqueur? Nous avons donc conduit une seconde phase d'enquête.

### PHASE 2 : LIEN ENTRE PERCEPTION DE L'ÉCHEC ET LÉGITIMITÉ DU CAPITAL-RISQUEUR

Nous avons choisi de nous appuyer sur des entretiens semi-directifs menés avec deux experts français du capital-risque dont quelques repères biographiques sont précisés ci-après.

Ils ont été administrés par les deux chercheurs, intégralement retranscrits et analysés par une série de lectures successives dans le but de faire émerger une compréhension fine de l'effet de l'échec perçu sur la légitimité du capital-risqueur. Nous avons demandé aux répondants de nous livrer des exemples concrets et précis d'échecs (des histoires) qui les ont marqués au cours de leurs carrières respectives, que ces échecs aient été directement les leurs ou ceux de pairs. Nous avons ainsi cherché à mieux saisir leur analyse de ces échecs afin de comprendre de quelle

6. Dans la mesure où les confusions sont nombreuses entre capital-risque et capital-investissement, il n'est pas inutile de préciser que nous étudions les investisseurs qui financent l'innovation radicale. Le capital-investissement (ou *private equity*) inclut, en plus du capital-risque, les opérations de reprises d'entreprises également désignées par le terme de capital-transmission et rend donc compte d'activités financières se

situant en dehors du champ de l'activité du financement de l'innovation (Batsch, 2002).

7. L'annuaire de l'AFIC (Association Française de Investisseurs en Capital) montre qu'en moyenne un fonds de capital-risque compte 6 capital-risqueurs.

### Caractéristiques biographiques

	EXPERT 1	EXPERT 2
Âge	54 ans	69 ans
Nombre d'années d'expérience	20	30
Nombre total de syndications auxquelles ils ont participé (pourcentage en tant que chef de file)	30 (100 %)	100 (50 %)
Expertise particulière	Rôle de leader dans l'émergence des Technologies de l'information et de la communication	Président de l'AFIC Directeur du Fonds Public pour le capital-risque

manière l'échec, tel qu'il est perçu, affecte la légitimité de l'acteur. L'enquête auprès des experts met clairement en évidence le rôle de la perception de la responsabilité des capital-risqueurs face à l'échec.

#### Analyse du matériau : qualification de l'échec et de la légitimité du capital-risqueur et émergence des liens singuliers entre légitimité et échec

##### ANALYSE DES ENTRETIENS (PHASE 1)

La première série d'entretiens est centrée sur la qualification de l'échec et de la légitimité du capital-risqueur. Les entretiens ont notamment permis de montrer que les succès fonctionnent comme des légendes pour asseoir la légitimité. L'analyse du terrain permet également de mieux cerner comment le capital-risqueur définit l'échec, et de quelle manière il le vit. Les entretiens montrent que la syndication constitue le lieu où se joue la légitimité des capital-risqueurs entre eux et permettent d'identifier les différents ingrédients de la légitimité du capital-risqueur. Nous présentons ci-dessous, sous la forme de cinq tableaux successifs, le fruit de cette analyse.

Notre étude souligne que le rapport à l'échec ne peut être saisi sans comprendre le poids d'un succès patent dans ce monde professionnel. En effet, un des capital-risqueurs interrogés établit d'emblée un parallèle entre le couple « capital-risqueur/*Success Story* » et celui « producteur de cinéma/*Blockbuster* » : « *Notre métier s'apparente à un métier de producteur de cinéma : nous sommes des producteurs de sociétés et nous rencontrons les mêmes difficultés : trouver un bon metteur en scène qui sache tenir ses budgets, avec un bon scénario, un bon casting, tout cela dans l'espoir d'un gain très fort à la sortie* » (capital-risqueur 2). Un capital-risqueur, à l'instar d'un producteur de cinéma, peut bâtir sa carrière sur un ou deux succès qui lui confèrent une rente à vie. Ainsi, le caractère prégnant du succès au regard des échecs semble confirmé par les témoignages que nous avons recueillis. Cependant, l'analyse du

matériau relativise l'importance des seuls succès dans l'acquisition, puis la préservation de la légitimité. Le tableau 1 illustre l'importance de la *Success Story*, qu'elle soit ou non fondée sur des éléments objectifs et indiscutables. Dire qu'un financier est légitime s'il a connu de grands succès financiers peut paraître tautologique. Ce qui est singulier ici, c'est que la profession fait preuve de très peu de transparence concernant les performances individuelles. Autrement dit, la légitimité du capital-risqueur est fondée sur un indicateur (*track record*) qu'il est très difficile d'évaluer ou de contrôler. La parole (le déclaratif) a paradoxalement un poids considérable dans cet univers en apparence rationnel de contrats financiers et de chiffres. Ainsi, ce sont les succès qui sont mis en avant et qui fonctionnent véritablement comme des légendes pour asseoir la légitimité du capital-risqueur. La communication, *via* la presse spécialisée ou *via* les sites internet qui affichent le palmarès des entreprises, participent à la construction de la légende de la *Success Story*. Si les succès sont survalorisés, il n'en reste pas moins vrai que ce sont les échecs qui font le plus souvent le quotidien du capital-risqueur. Ainsi, la légitimité du capital-risqueur est associée dans un premier temps de façon naturelle avec le succès. Le verbatim montre qu'en réalité le succès contient une dimension mythique forte et est survalorisé dans le discours.

Au cours des entretiens la surestimation du succès conduit les capital-risqueurs à nous faire part de leurs échecs. Ceux-ci renvoient à d'autres dimensions que celles strictement financières. C'est largement une affaire de perception

#### L'échec est une affaire de perception

Alors qu'un consensus règne pour reconnaître que les échecs sont beaucoup plus nombreux que les succès, la communauté des capital-risqueurs fait preuve d'une attitude contrastée face à l'échec. Tous les capital-risqueurs interviewés ont connu cette expérience. Pour un capital-risqueur, l'échec n'apparaît pas, comme il est pourtant classique de le constater dans la littérature, comme un inhibiteur



**TABLEAU 1**  
**La légitimité : une légende autour du succès ?**

Résultats empiriques	Verbatim
Le track record apparaît comme un élément essentiel et objectif de la légitimité du capital-risqueur.	«Ce qui fonde la légitimité d'un capital-risqueur ? Sans hésiter, c'est le track record. Ce qui compte, ce sont les plus-values réalisées.(...) (capital-risqueur 2).
Mais il n'est objectif qu'en apparence.	«Le track record des autres capital-risqueurs est impossible à trouver. Même au sein de la profession, les capital-risqueurs ne connaissent pas précisément ces chiffres» (capital-risqueur 3)  «La profession n'a pas de visions précises des chiffres de performances des autres investisseurs. Même au sein d'une syndication, on ne sait pas. Le seul moyen de les connaître est d'être à la fois investisseur et souscripteur.» (capital-risqueur 6).
Les succès sont sur-valorisés dans le discours des capital-risqueurs.	«Sur 46 investissements fait en 20 ans de carrière, j'ai fait 5 IPO, 15 rachats et 18 faillites, 8 entreprises encore en portefeuille. Que conclure de cette répartition ? Je suis un investisseur car je suis capable de faire 25 fois la mise. On oublie les faillites car elles sont contrebalancées par quelques succès». (capital-risqueur 2)
Le succès fonctionne comme une légende.	«Les porteurs de projets viennent encore me voir aujourd'hui parce que j'ai financé la start-up Z il y a X années! Pourtant, chaque société est différente!» (capital-risqueur 2).  «Au niveau des succès, il y a beaucoup de légendes. Quelquefois, un investissement qui est présenté comme un succès dans les médias n'en est pas un. On le saurait si on arrivait à rassembler toutes les informations mais c'est impossible! Par ailleurs, certains capital-risqueurs mettent un succès à leur palmarès à bon compte c'est-à-dire en arrivant au dernier tour de table!» (capital-risqueur 3).  Les autres capital-risqueurs connaissent les « gros coups ». Par exemple, nous savons que le fonds X vient d'en faire deux mais nous ne savons pas mettre en regard ces succès par rapport à l'investissement effectué et par rapport aux échecs des autres investissements (capital-risqueur 6)

de l'action. Certains le revendiquent comme étant constitutif de l'activité et en regrettent le caractère tabou chez les capital-risqueurs français. En effet, si le capital-risque français se démarque du capital-risque américain par le volume d'investissements, il semble qu'il s'en démarque également par une dimension culturelle, en particulier liée à une perception distincte de l'échec dans les deux pays. Le caractère vertueux de l'échec semble être prégnant au Etats-Unis tandis que, d'après les professionnels du capital-risque interrogés en France, il serait plus stigmatisant.

Nos données montrent que l'échec ne se résume pas au dépôt de bilan de la *start-up*. En effet, les *verbatim*s révèlent trois perceptions différentes d'un échec. Le capital-risqueur utilise aussi le terme échec pour rendre compte d'un trop faible retour sur investissement, du conflit avec le dirigeant ou encore pour évoquer un « succès d'estime ». Le tableau 2 donne à voir ces différentes perceptions de l'échec.

Ces différentes perceptions de l'échec nous permettent

d'entrer plus précisément au cœur du métier du capital-risqueur. Pour les capital-risqueurs interrogés, quand l'échec se traduit par un dépôt de bilan, la raison fréquemment invoquée est relative à un problème de faisabilité de l'innovation. L'échec est ici évident, patent et mesurable : le capital-risqueur perd sa mise et c'est la mort de la participation. Par ailleurs, les *start-ups* peuvent connaître une croissance en-deçà de celle escomptée par les capital-risqueurs. Par exemple, un investissement qui rapporte deux fois la mise est considéré comme un « franc succès » (*capital-risqueur 4*) ou comme un « demi-échec » (*capital-risqueur 6*). Dans ce type de cas, il y a échec parce qu'il y a un trop faible retour sur investissement. Il arrive cependant que la décision de céder les participations ne soit pas facile à prendre. Certaines *start-ups* restent en portefeuille comme des « mortes-vivantes »; elles sont économiquement viables mais ne sont pas considérées comme étant suffisamment rentables pour les capital-risqueurs (TRI inférieur à 10%). Des conflits avec le dirigeant peuvent induire

**TABLEAU 2**  
**L'échec : d'abord une affaire de perception**

Résultats empiriques	Verbatim
<p>Au-delà du dépôt de bilan... ... jusqu'à trois perceptions distinctes de l'échec</p>	<p><b>Le dépôt de bilan</b></p> <p>«<i>L'échec est concret quand l'entreprise dépose le bilan. On a un problème insurmontable de faisabilité de l'innovation ou bien on s'est fait doubler par un concurrent! On perd notre mise, point barre</i>» (capital-risqueur 1).</p> <p><b>Perception 1 : Le trop faible retour sur investissement</b></p> <p>«<i>Ce n'est pas un échec patent mais on sait déjà que c'est mal barré. On attend qu'une opportunité se présente pour en tirer quelque chose. Par exemple, on pourrait envisager une fusion avec une autre start-up, on peut essayer de valoriser au mieux les brevets...</i>» (capital-risqueur 3).</p> <p>«<i>On n'en parle pas car on va rarement jusqu'au dépôt de bilan. On s'arrange toujours pour revendre la société même si on la revend pour rien</i>» (capital-risqueur 6)</p> <p><b>Perception 2 : Le conflit avec le dirigeant</b></p> <p>«<i>J'ai eu des échecs à cause de mauvaises relations avec le management. Pour moi c'est un échec car j'ai investi et je n'aurais pas dû. C'est différent de la mesure financière</i>» (capital-risqueur 4).</p> <p><b>Perception 3 : Le succès d'estime</b></p> <p>«<i>On a eu deux sociétés qui ne rapportent rien financièrement mais tous les investisseurs avaient une certaine satisfaction car on a construit une belle société</i>». (capital-risqueur 6).</p> <p>«<i>Quelquefois, on a des échecs financiers qui sont des succès d'estime si on a l'impression d'avoir construit une belle société, c'est-à-dire une société qui marche bien, qui a développé une technologie, qui a une utilité sociale.</i>» (capital-risqueur 1)</p>

encore une autre perception de l'échec. En effet, une bonne entente dans le couple capital-risqueur / entrepreneur est une condition *sine qua non* du succès de la *start-up*. L'innovation peut être prometteuse, le modèle économique de développement peut être performant, s'il existe un conflit, latent ou avéré, l'investissement est susceptible d'être perçu comme un échec. Enfin, nos données font apparaître une troisième perception possible de l'échec; celle d'un échec financier qui est cependant perçu comme un succès sur d'autres dimensions. Il arrive que le capital-risqueur ait perdu de l'argent ou n'en ait pas gagné autant que ce qu'il escomptait mais qu'il éprouve néanmoins une véritable satisfaction pour avoir contribué au développement d'un «beau projet» avec un impact économique ou technologique qui le rend fier. Cet échec relatif est alors qualifié de «succès d'estime». Comme l'a fait un des répondants (*cf. supra*), un rapprochement entre le capital-risqueur et l'industrie cinématographique peut être opéré : le succès d'estime du capital-risqueur présente en effet des analogies avec le succès d'un film qui peut être encensé par la critique mais

s'avérer un échec commercial.

### **Légitimité : une contrainte dynamique de la syndication**

La syndication constitue le creuset de l'acquisition et de la préservation de la légitimité du capital-risqueur. Notre analyse montre clairement que c'est lors des tours de tables que se joue la légitimité des capital-risqueurs : même s'ils se font concurrence pour capter les meilleurs projets, la syndication cimenter leur réseau. Le co-investissement à travers des syndications successives, au sein de la même communauté de capital-risqueurs conduit ces derniers à évaluer leur activité mais aussi celle de leurs pairs. La figure du chef de file (ou *lead investor*) est particulièrement intéressante pour comprendre sur quoi repose la légitimité d'un capital-risqueur dans le cadre de la syndication. Sa légitimité n'est pas acquise une fois pour toute mais se joue à chaque syndication. Elle agit ainsi comme une contrainte dynamique dans le maintien d'un *leadership* au sein de la

**TABLEAU 3**  
**Leadership dans la syndication et légitimité**

Résultats empiriques	Verbatim
<p>La légitimité du capital-risqueur est réévaluée à chaque syndication et ...</p> <p>... agit comme une contrainte dynamique.</p>	<p>«À chaque fois qu'on investit dans une start-up, on remet son titre en jeu.» (capital-risqueur 2)</p> <p>«Il est essentiel de bien choisir ses partenaires de syndication pour arriver à un consensus entre capital-risqueurs sur la direction stratégique à impulser à la start-up. On rencontre les co-investisseurs potentiels pour savoir si un projet commun est possible» (capital-risqueur 3).</p> <p>«Le lead investor appartient au CA. Il est celui qui prend les décisions. Les suiveurs lui font confiance et suivent les conseils du lead» (capital-risqueur 3)</p> <p>«Le lead investor c'est celui qui a mis le plus d'argent. Mais dans certains cas, on accorde un «lead moral» à un capital-risqueur expérimenté qui n'est pas forcément celui qui a apporté le plus» (capital-risqueur 2)</p> <p>«Le chef de file, on le désigne car tout le monde croit que c'est le mieux placé étant donné ses connaissances de la technologie pour mener la barque» (capital-risqueur 1)</p>

communauté. Rester légitime dans la communauté apparaît comme un levier essentiel pour durer dans le métier.

Précisons ici que les capital-risqueurs d'une syndication désignent un chef de file (*lead investor*) et lui confient le soin d'intervenir dans l'accompagnement de la *start-up* («*hands-on*») pour créer de la valeur actionnariale. La position de *lead investor* ne se justifie donc pas uniquement par une mise de fond majoritaire (celui qui investit le plus prend le *lead*), mais bien par la légitimité que lui accordent les autres capital-risqueurs. Jusqu'à présent, la littérature laissait penser que le *leadership* était directement et uniquement lié à l'importance des sommes investies (Megginson et Weiss, 1991; Barry, *et al.*, 1990). Les autres figures de la syndication, les suiveurs et les censeurs, voient également leur légitimité mise en jeu. Les tours de table réunissant tous les partenaires sont l'occasion d'échanger sur la situation de la *start-up* et sur les mesures à prendre en ce qui concerne son accompagnement. Au cours de ces échanges, la pertinence des décisions et les comportements du capital-risqueur sont jugés, que la *start-up* soit un succès ou un échec.

#### **Les vecteurs de légitimité : les compétences et l'expérience acquise**

La capacité à accompagner la *start-up*, à lui apporter des conseils concernant la stratégie<sup>8</sup> à adopter pour la mener sur le chemin de la croissance constitue une première

source de légitimité pour le capital-risqueur. Pour ce faire, il faut tout d'abord qu'il soit capable de comprendre les enjeux technologiques de la *start-up*. C'est cette capacité qui guide le choix des partenaires de syndication concernant le chef de file. La légitimité s'acquiert également grâce à son expérience entrepreneuriale. Plusieurs des capital-risqueurs interviewés ont été, par exemple, dirigeants d'entreprise eux-mêmes, que ce soit en France ou aux Etats-Unis. Cette expérience entrepreneuriale permet la construction et/ou l'accès à un réseau qu'ils savent mobiliser pour accompagner les *start-ups*.

Nous l'avons dit, la syndication est structurante de l'activité. Se retrouvent autour d'un même tour de table des capital-risqueurs expérimentés et, éventuellement, de nouveaux entrants. Pour ces derniers, il s'agit d'une occasion de se faire connaître de la communauté déjà constituée et, ce faisant, d'acquérir une légitimité auprès de celle-ci. Un des capital-risqueurs interviewés nous a raconté comment il avait franchi les «barrières à l'entrée» grâce à sa connaissance des dossiers. Même si ses interventions, en tant que censeur, concernaient des entreprises en échec, il a fait la preuve de ses compétences et de sa capacité en pratique à exercer le même métier qu'eux.

8. Le capital-risqueur prend des précautions pour éviter la mise en cause de sa responsabilité pour gestion de faits. En effet, l'investisseur coupable de gestion de faits peut se voir appelé au comblement du

passif de l'entreprise (Cavelius et Dessertine, 2009). Le capital-risqueur doit donc rester dans son rôle de conseil et ne pas être considéré comme partenaire cautionnant les décisions du dirigeant.

**TABLEAU 4**  
**Compétences et expériences, deux vecteurs-clés de la légitimité**

Résultats empiriques	Verbatim
Compétences et expériences au service de la légitimité dans la communauté	<p>«<i>Il faut qu'il soit un spécialiste en technologie</i>» (capital-risqueur 1).</p> <p>«<i>Il faut aussi qu'il soit un manager qui oriente la stratégie et qui soit «capable de gérer des ruptures»</i>» (capital-risqueur 1).</p> <p>«<i>La moindre des choses, c'est d'avoir autant d'envergure et d'enthousiasme que le dirigeant, avoir des supports, avoir un réseau qui permet d'accélérer la croissance de l'entreprise. (...) Le mauvais capital-risqueur c'est celui qui va au conseil d'administration en demandant juste «Comment ça va?». Il faut qu'il apporte un supplément de «boost».</i>» (capital-risqueur 3).</p> <p>«<i>Je me syndique avec des capital-risqueurs dont je sais qu'ils vont retrouver leurs manches surtout en cas de difficultés</i>» (capital-risqueur 5).</p> <p>«<i>Vous ne pouvez pas être capital-risqueur à 20 ans car vous n'avez pas l'expérience suffisante, vous n'avez pas de réseaux d'entrepreneurs. Un jeune capital-risqueur de 28 ans dans le conseil d'administration d'une start-up, ce n'est pas sérieux. Un capital-risqueur doit entrer sur le marché du capital-risque vers 40 ans</i>» (capital-risqueur 1).</p> <p>«<i>Aux yeux des dirigeants de la start-up, c'est notre expérience entrepreneuriale qui compte (...) Nous sommes capables d'accompagner de façon opérationnelle les entreprises de notre portefeuille (...). De plus, quand ils rencontrent des difficultés, nous pouvons leur dire : « nous sommes passés par cette phase-là »</i>» (capital-risqueur 5).</p> <p>«<i>Dans les syndications, j'étais censeur c'est-à-dire que je n'avais pas de droit de vote mais on m'écoutait car j'avais beaucoup investi, beaucoup travaillé sur le dossier et j'avais une expérience entrepreneuriale. J'ai beaucoup discuté avec mes pairs à cette occasion et notamment avec les anciens...(...) Mon savoir-faire acquis lors de ces échanges autour de la syndication a fini par payer et je me suis retrouvé lead dans des entreprises qui ont été couronnées de succès</i>» (capital-risqueur 5).</p>

### La conformité aux attentes de la syndication pour préserver la légitimité

Au-delà des décisions d'investissement ou de pilotage des start-ups, les comportements du capital-risqueur influent sur sa légitimité. Pour être légitime au sein de la syndication, au-delà du respect du code de déontologie de l'AFIC (Association Française en Investisseurs en Capital)<sup>9</sup>, le capital-risqueur doit se conformer à un certain nombre de règles du jeu. Dans une logique de *compliance*, il gagne à montrer qu'il partage les mêmes valeurs et la même conception du métier. Cette conformité s'apprécie par au moins trois comportements valorisés par la communauté, que nous avons pu repérer, au fil des entretiens :

#### 1) Ne pas investir exclusivement dans des secteurs

**à faible contenu technologique.** Certains capital-risqueurs expriment un certain mépris pour d'autres capital-risqueurs qui n'investissent que dans les entreprises de commerce électronique, à faible contenu technologique (les *dot.com*). La haute technologie constitue une valeur essentielle pour une partie de la communauté et guide le choix des partenaires de la syndication.

- 2) **Ne pas remplacer le dirigeant-fondateur.** Les positions des capital-risqueurs sont très tranchées vis-à-vis de cette pratique (Dubocage et Galindo, 2014). Ce faisant, la communauté se divise en deux ensembles de capital-risqueurs; ceux qui pratiquent le remplacement et ceux qui se l'interdisent. C'est un des critères de structuration d'une syndication.

9. L'AFIC gère essentiellement des problèmes de conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes. Par exemple, un capital-risqueur ne peut investir son argent propre dans une entreprise.

**TABLEAU 5a**  
**Comportement conforme et légitimité renforcée**

Résultats empiriques	Verbatim
<p><b>Préserver ou renforcer sa légitimité passe par :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– L'écoute,</li> <li>– La remise en cause,</li> <li>– Un rapport discret au pouvoir</li> </ul> <p><b>Le partage des valeurs de la profession passe par...</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– la dimension technologique des <i>start-ups</i> qui composent le portefeuille</li> <li>– une vision non strictement financière</li> </ul>	<p><i>Le lead investor perd en légitimité « (...) s'il n'écoute pas les autres qui étaient unanimes pour dire qu'il faisait une erreur, s'il agit au détriment des autres investisseurs. » (capital-risqueur 5).</i></p> <p><i>« Il faut être capable de faire des choses justes et savoir gérer son ego : un capital-risqueur qui cherche le pouvoir, c'est mauvais »</i></p> <p><i>« Si une société va mal alors que le Business Model permet d'envisager quelque chose de bien, le lead investor peut céder sa place. Soit parce qu'il a atteint sa capacité d'investissement maximum et se situe à la fin de sa période d'investissement, soit parce qu'il considère ne pas avoir les compétences et décide de passer le lead à un autre par exemple si un fonds de capital-risque vient de recruter une star de la biotech, si cette star a des idées géniales...on la mettra au lead. » (capital-risqueur 4).</i></p> <p><i>« Un capital-risqueur doit respecter une certaine éthique, une certaine morale ». (capital-risqueur 5)</i></p> <p><i>« Il y a des capital-risqueurs avec lesquels nous ne travaillons pas. Dès lors, nous entrons en concurrence avec eux. Cela est lié à la personnalité des capital-risqueurs. »</i></p> <p><i>« Je travaille toujours avec les mêmes. C'est intuitu personae. Si ça ne marche pas, on ne travaille plus avec eux » (capital-risqueur 5).</i></p> <p><i>« Dans notre fonds, nous acceptons comme co-investisseurs un capital-risqueur nouvel entrant qui n'a pas encore acquis de légitimité dans la profession si nous le trouvons compétent. Ce n'est pas seulement l'argent qui compte. Il faut que nous partagions la même conception du métier. Nous apprécions cela via le type d'entreprises dans lesquelles il a investi (...) Attention, je n'investis jamais dans des entreprises qui ne servent à rien du type « passemoilese.com (...). Les capital-risqueurs qui investissent dans des entreprises de B to C pour gérer de l'addiction sur les jeux sont sur la black list pour moi. (...) Pour moi, les entreprises qui valent le coup, dans lesquelles c'est mon métier d'investir, sont celles qui ont de la propriété intellectuelle. Ce qui m'intéresse ce sont les start-ups qui ont un contenu technologique autrement dit de la propriété industrielle majeure ». (capital-risqueur 6).</i></p> <p><i>On ne travaille pas avec les capital-risqueurs qui ont une approche, des valeurs et des stratégies différentes. Certains capital-risqueurs privilégient une stratégie financière c'est-à-dire une stratégie où ils n'hésitent pas à tuer l'entreprise et à remplacer le dirigeant-fondateur » (capital-risqueur 4).</i></p>

3) **Ne pas accaparer le pouvoir.** Le *lead investor* doit s'attacher à encourager les décisions collégiales. Les membres de la syndication apprécient un chef de file capable de partager le pouvoir, voire de renoncer à sa position de *leadership* si cela améliore les chances de réussite de l'entreprise.

Si nos entretiens font apparaître que des comportements conformes renforcent la légitimité, ils révèlent symétriquement que la non-conformité la dégrade. Cette dernière relève d'un non-respect de l'éthique dans les affaires : ne pas être juste ni équitable, ne pas être honnête sont des

comportements ou des attitudes susceptibles d'affecter grandement la légitimité d'un capital-risqueur.

**En synthèse,** les entretiens révèlent l'importance des échanges entre les capital-risqueurs dans le cadre de la syndication. Ces échanges sont l'occasion de vérifier que des valeurs, ainsi que la même conception du métier, sont partagées. Ces résultats font écho, d'une certaine manière, à ce qu'Oborn et Dawson (2010) montrent à propos de l'apprentissage au sein de communautés de pratiques. Pour ces auteurs, la répétition des situations (ici, la syndication), les gains de légitimité et la maîtrise du métier constituent

**TABLEAU 5b**  
**Comportement non conforme et dégradation de la légitimité**

Résultats empiriques	Verbatim
<p>Dégrader sa légitimité passe par :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Un comportement malhonnête,</li> <li>– Des décisions qui nuisent aux autres capital-risqueurs,</li> </ul> <p>Des décisions qui nuisent à la survie de la <i>start-up</i>.</p>	<p>« <i>Beaucoup de choses se passent au niveau oral même si il y a des contrats</i> » (capital-risqueur 5), (...) <i>Certains ne respectent pas leur parole car ils changent d'avis pour privilégier leur intérêt plutôt que l'intérêt global.</i></p> <p>« <i>Si un des partenaires de la syndication a investi dans deux entreprises très proches et privilégie l'une au détriment de l'autre</i> »,</p> <p>« <i>J'ai connu le cas d'un capital-risqueur qui n'a jamais envoyé l'argent qu'il avait promis</i> »</p> <p>« <i>Le cas le plus fréquent de perte de légitimité, c'est quand il y a non-respect du pacte d'actionnaires</i> »</p> <p>« <i>Un lead investor sait qu'une entreprise est en voie d'échec, il se met d'accord avec les dirigeants pour organiser le dépôt de bilan de l'entreprise et réorganiser le rachat de l'entreprise sans en avertir les autres investisseurs</i> »,</p> <p>« <i>Il y a aussi le cas où le capital-risqueur préfère couler la société plutôt que d'essayer de la sauver par esprit revanchard : je coule, tu coules avec moi. Du coup, il empêche la venue d'un nouveau capital-risqueur qui y croirait encore et, coule tous les investisseurs de la syndication</i> » (capital-risqueur 5)</p>

des facteurs structurants de l'activité collective. Enfin, les résultats empiriques présentés dans les tableaux (supra) traduisent la manière avec laquelle le capital-risqueur décrit et vit l'échec. L'échec est à la fois banalisé (naturel) et tabou pour la communauté : « *L'échec est normal. D'ailleurs sur le site de fonds B, j'affiche le nombre des faillites d'entreprises de mon portefeuille mais je suis le seul à revendiquer mes échecs! Un capital-risqueur français ne dit pas qu'il a connu des échecs, il dit qu'il n'a pas eu de chance.* » (capital-risqueur 2). L'échec est dans le même temps perçu de manière plurielle par cette communauté professionnelle (Cf. tableau 2 supra) et nous avons clairement mis en évidence, au-delà de l'objectivable dépôt de bilan, trois perceptions différentes de l'échec.

Nos premiers résultats permettent ainsi d'affirmer que l'échec est avant tout une affaire de perception et d'identifier les différents ingrédients de la légitimité (les compétences, l'expérience, les valeurs morales). L'analyse des entretiens de cette première phase montre également que la légitimité des capital-risqueurs s'acquiert et se préserve notamment au sein des syndications. Notre analyse fait en outre apparaître que la légitimité ne se construit pas qu'avec les *Success Stories*. A l'issue de la phase 1, notre objectif est d'explorer les liens entre les échecs perçus (naturel, tabou, etc...) et la légitimité du capital-risqueur. Tel est le questionnement qui nous a logiquement invitées à poursuivre notre recherche par une seconde phase d'enquête.

#### ANALYSE DES INTERVIEWS D'EXPERTS (PHASE 2)

La dimension naturelle de l'échec, qui rend compte de son caractère endémique dans le capital-risque, est envisagée dans la littérature et confirmée par les entretiens des six capital-risqueurs (phase 1). Par ailleurs, l'échec est attribué, classiquement dans la littérature consacrée au capital-risque, à la seule responsabilité du dirigeant. Si la responsabilité de celui-ci n'est pas infirmée par les entretiens avec les capital-risqueurs, elle n'est pas confirmée pour autant. La nature de l'échec perçu semble, dès lors, devoir être envisagée de manière plus fine. Les histoires de *start-ups* financées par le capital-risque racontées par les experts interrogés (phase 2) font émerger que l'échec peut être considéré comme naturel, mais aussi comme un dysfonctionnement. Ceci nous invite, dès lors, à envisager la manière avec laquelle les capital-risqueurs appréhendent leur responsabilité dans l'occurrence de l'échec. Il ne s'agit pas ici d'une responsabilité qui serait objectivée par des critères précis, mais bien d'une responsabilité telle que les acteurs eux-mêmes la perçoivent et la qualifient<sup>10</sup>. Il est apparu que les histoires de *start-up* recueillies auprès des experts pouvaient s'ordonner selon la perception de l'échec (naturel ou dysfonctionnel) et celle de la responsabilité du capital-risqueur dans l'échec (engagée ou non). La combinaison des perceptions de l'échec et de la responsabilité produit différents effets sur la légitimité du capital-risqueur : elle peut être renforcée, dégradée ou maintenue.

10. Précisons qu'il ne s'agit en aucun cas ici de la responsabilité engagée pour gestion de fait.

### **Combinaison 1 : Echech perçu comme naturel et responsabilité du capital-risqueur engagée.**

La première combinaison possible est illustrée par la *start-up* en difficulté qui entraîne le capital-risqueur dans le piège de l'escalade de l'engagement : « *Dans le capital-risque, déjà la règle importante est qu'il faut savoir arrêter quand cela ne marche pas, sinon vous finissez, en tant que professionnel du capital-risque, par gérer un portefeuille de sociétés qui vont toutes mal. La tentation est grande, pour les fonds qui ont de l'argent, de remettre de l'argent en disant que demain, ça ira mieux, ou que le dirigeant de l'entreprise va changer et que ça va redémarrer. Au final, les gens qui font cela finissent par gérer trop de situations difficiles et de situations compromises. La gestion des échecs, c'est la partie la plus dure du métier. Une règle du métier dit « ce sont les sociétés les plus en difficulté qui prennent le plus de temps ». Or justement, un bon investisseur devrait consacrer plus de temps à ses entreprises qui marchent le mieux, et se désengager de celles qui marchent le moins bien. Cela paraît évident de le dire comme ça, mais la tendance naturelle est de faire contraire. C'est un des gros problèmes du capital-risque.* » [EXPERT 2].

Dans ce type de situation, le *lead investor* fait une erreur de stratégie dans le cadre de l'accompagnement de l'entreprise. Il est pris dans le piège de l'escalade de l'engagement. Les partenaires du tour de table lui reprochent de ne pas avoir su stopper l'investissement. Le fait qu'il soit identifié comme étant responsable de l'échec et qu'il ait dérogé aux bonnes pratiques nous conduit à inférer ici qu'en pareille situation, sa légitimité est dégradée.

### **Combinaison 2 : Echech perçu comme naturel et responsabilité du capital-risqueur non engagée**

La « *start-up* victime de la crise asiatique » constitue l'illustration de la deuxième combinaison. « *J'avais une affaire dans les composants électroniques qui marchait très bien, qui était en plein déploiement industriel à la fin des années 90. Cette entreprise s'est retrouvée prise à l'époque par la crise financière très grave en Corée du Sud. Et j'ai vu cette entreprise de 600 employés de composants électroniques dans la région de Grenoble, à quelques mois de se coter en bourse au Nasdaq, comment elle pouvait être littéralement balayée parce que son plus gros client avait tout bêtement cessé de payer. Elle a connu une crise de trésorerie très grave. Et j'ai aussi appris à mes dépens que ce n'est pas parce qu'on est dans le monde de la PME qu'on ne peut pas être frappé de plein fouet par ce qu'on appelle aujourd'hui la mondialisation. J'ai vu cela, c'était vraiment violent et cela m'a quand même fait un choc à l'époque de voir comment un succès peut se transformer en déroute en l'espace de quelques semaines.... Sur ce cas d'échec, j'avais une certaine solidarité des syndicats d'investisseurs et cet échec ne m'a pas empêché de retravailler avec les mêmes capital-risqueurs par la suite car ils savaient que j'avais fait le maximum vu la situation conjoncturelle* » [EXPERT 2].

L'entreprise est victime d'un événement externe qui la conduit à la faillite. Ici, l'échec ne dégrade pas la légitimité et peut même la renforcer si, à l'occasion des difficultés rencontrées autour de l'investissement, les partenaires de la syndication ont pu éprouver le travail de leurs pairs et conclure au caractère inévitable de l'échec. Nous suggérons que la légitimité est maintenue ou renforcée lorsque des causes externes constituent l'explication principale de l'échec.

### **Combinaison 3 : Echech perçu comme dysfonctionnel et responsabilité du capital-risqueur engagée**

La troisième combinaison possible est illustrée par l'exemple de la *start-up* prise dans un conflit au sein de la syndication : « *J'ai connu aussi une expérience où c'est le lead investor qui a conduit l'entreprise à l'échec. On était en désaccord au niveau de la syndication en ce qui concerne la stratégie de l'entreprise. Du coup, il a refinancé tout seul le développement de l'entreprise. On a coupé les ponts : il prenait trop de risques! Finalement, l'entreprise a déposé le bilan. Et il n'a pas été professionnel au sens où il s'est acoquiné avec le dirigeant. On avait travaillé avec lui sur deux projets avant et cela s'était bien passé mais après cette expérience, on n'a plus jamais retravaillé avec lui!* » [EXPERT 1].

Cet exemple souligne le rôle de la conformité aux valeurs de la communauté; le chef de file de la syndication se coupe ici de la communauté de ses pairs à cause de son comportement. En conséquence, sa légitimité s'en trouve dégradée aux yeux de ses pairs.

### **Combinaison 4 : Echech perçu comme dysfonctionnel et responsabilité du capital-risqueur non engagée.**

La *start-up* victime du comportement de son dirigeant offre une illustration de la dernière combinaison possible : « *Une autre raison de l'échec est liée au comportement du dirigeant. J'ai financé avec le fonds X et le fonds Y une start-up qui finance des fibres pour les reins artificiels. Le dirigeant avait la maladie de la pierre c'est-à-dire qu'il voulait construire sans arrêt des usines, des bureaux etc.... Il faisait des dépenses somptuaires. Le dirigeant a littéralement perdu les pédales. On a recruté un directeur financier pour essayer de redresser la barre mais il est parti au bout d'un an car il nous a dit que c'était impossible de travailler avec lui!* [EXPERT 1].

Dans ce dernier cas, l'échec est analysé par les acteurs de la syndication comme une défaillance du dirigeant de la *start-up*. Les capital-risqueurs de la syndication ne se sentent pas responsables et leur légitimité n'est pas remise en cause. Ils voient même leur légitimité renforcée parce que la gestion de l'échec leur a donné l'occasion de mettre à l'épreuve leur façon d'exercer leur métier; contrôler et décider ensemble.

La matrice suivante offre une représentation synthétique de ces résultats. Elle croise la nature d'échec perçu

## MATRICE 1

## Effet de la perception de l'échec et de la responsabilité sur la légitimité du capital-risqueur

		PERCEPTION DE LA RESPONSABILITÉ	
		ENGAGÉE	NON ENGAGÉE
PERCEPTION DE L'ÉCHEC	NATUREL	<p><b>LÉGITIMITÉ DÉGRADÉE</b></p> <p>Ex Combinaison 1 : la <i>start-up</i> et le piège de l'escalade de l'engagement</p>	<p><b>LÉGITIMITÉ MAINTENUE OU RENFORCÉE</b></p> <p>Ex Combinaison 2 : la <i>start-up</i> victime de la crise asiatique</p>
	DYSFONCTIONNEL	<p><b>LÉGITIMITÉ DÉGRADÉE</b></p> <p>Ex Combinaison 3 : la <i>start-up</i> prise dans un conflit au sein de la syndication</p>	<p><b>LÉGITIMITÉ MAINTENUE OU RENFORCÉE</b></p> <p>Ex Combinaison 4 : la <i>start-up</i> victime du comportement de son dirigeant</p>

(naturel/dysfonctionnel) et responsabilité de l'acteur (engagée/non engagée) en nous permet de caractériser l'effet sur la légitimité du capital-risqueur.

**En synthèse**, nous faisons apparaître, avec la matrice, des résultats quelque peu contre intuitifs. En effet, lorsque l'échec est attribué à des causes externes (échec perçu comme naturel), et conformément à la théorie de l'attribution, on s'attend à ce que la responsabilité du capital-risqueur ne soit pas perçue comme engagée. Or, nos résultats font apparaître que ce n'est pas systématiquement le cas et que la perception d'un échec naturel n'affranchit pas pour autant le capital-risqueur de sa responsabilité. Dans ce cas, et même si l'échec est perçu comme étant naturel, la légitimité peut être dégradée. De manière symétrique, lorsque la responsabilité du capital-risqueur est perçue comme non engagée par l'occurrence de l'échec, alors sa légitimité est maintenue ou renforcée, que l'échec soit perçu comme naturel ou dysfonctionnel.

### Discussion – Conclusion

Notre travail est le premier qui tente de comprendre les liens entre l'échec et la légitimité du capital-risqueur par une étude empirique centrée sur la syndication, cœur de son activité professionnelle. Cet article interroge les liens qu'entretient la légitimité du capital-risqueur avec les échecs qu'il connaît particulièrement bien. En effet, pour cet intermédiaire financier, le succès est l'exception et l'échec est la norme.

Notre recherche est qualitative, de nature exploratoire et comporte deux phases distinctes (entretiens avec des capital-risqueurs, puis, entretiens avec des experts de la profession). Notre principal résultat est proposé sous la forme d'une matrice qui combine, de façon inédite, les perceptions de l'échec et de la responsabilité avec la légitimité.

En effet, l'échec perçu (naturel ou dysfonctionnel) et la responsabilité perçue du capital-risqueur (engagée *versus* non engagée) sont croisés et révèlent différents effets possibles sur la légitimité, celle-ci étant soit dégradée, soit maintenue, soit renforcée (cf. Matrice 1 *supra*). L'originalité de ce résultat au plan théorique, réside notamment dans le fait qu'un échec perçu comme un dysfonctionnement ne va pas forcément de pair avec la responsabilité de l'acteur dans l'occurrence de l'échec et avec la dégradation de sa légitimité. En d'autres termes, les situations vécues comme des échecs n'altèrent pas nécessairement la légitimité de celui qui échoue. Nous discutons ci-après tour à tour les apports de la recherche sur les notions respectivement d'échec, de responsabilité et de légitimité.

### APPORTS DE LA RECHERCHE

Si Zacharakis, Meyer et De Castro (1999) expliquent l'échec de la *start-up* par des interprétations divergentes entre capital-risqueurs et entrepreneurs, selon nous, l'explication s'avère plus complexe dès lors que l'on s'intéresse au capital-risqueur. En effet, focaliser notre attention sur ce dernier a permis d'appréhender l'échec non pas en termes de responsabilités distinctes entre capital-risqueurs et entrepreneurs, mais bien en termes d'évaluation, par le capital-risqueur lui-même, de situations de gestion auxquelles il fait face. Ce faisant, nous apportons un nouvel éclairage à la littérature qui, jusque-là, n'accordait de l'importance qu'au couple capital-risqueur / dirigeant (Cable et Shane, 1997; Gompers et Lerner, 2000; Shepherd et Zacharakis, 2001). Dans notre recherche, nous montrons que le capital-risqueur identifie, au-delà du dépôt de bilan, jusqu'à trois formes distinctes d'échec : un trop faible retour sur investissement, des conflits avec le dirigeant ou encore un succès d'estime sont considérés comme des échecs.

Nous avons ainsi mis en évidence que l'échec est avant



tout une affaire de perception pour le capital-risqueur. L'échec ne se résume pas à un simple calcul financier, mais doit être appréhendé plus finement. Ce résultat, conforme aux travaux de Levitt et March (1988) et de Chuang et Baum (2003), souligne, en creux, à l'instar de Cusin (2008), l'importance du registre émotionnel dans la perception de l'échec. Dans leur étude longitudinale (12 ans) sur un panel de capital-risqueurs américains, Dimov et De Clercq (2004) montraient déjà l'importance d'une approche *knowledge based* dans les syndications. En mettant en évidence l'importance d'autres mécanismes que ceux strictement financiers, comme par exemple, le capital social, Dimov et De Clercq (2004, 2013) pointent l'importance des phénomènes extra financiers du côté du couple capital-risqueur / entrepreneur ou du côté de la seule firme. Notre recherche, focalisée sur le seul capital-risqueur, met également en évidence que la compréhension du lien entre échec et légitimité nécessite de dépasser une approche purement financière.

Envisager l'échec comme une affaire de perception nous permet de poser qu'aux côtés des échecs perçus comme naturels (Gorman et Sahlman, 1989), il en existe d'autres, que nous qualifions ici de dysfonctionnels. D'une part, l'échec peut être perçu comme naturel dans l'activité humaine, sans pour autant que cela ne présage de la responsabilité ou non de l'acteur. D'autre part, l'échec, consubstantiel de l'activité de capital-risque étudiée ici, peut être analysé comme étant d'abord dû à des erreurs stratégiques ou d'accompagnement de l'entreprise par le capital-risqueur. En introduisant la question de la perception de la responsabilité du capital-risqueur dans l'échec, nous enrichissons la conception de l'échec dans la littérature sur le capital-risque. En effet, les individus n'invoquent généralement pas leurs propres responsabilités dans l'occurrence des échecs dans la littérature. Celle-ci traite essentiellement de la responsabilité du dirigeant dans l'échec de la start-up (Cope, Cave et Eccles, 2004) sans envisager la responsabilité du capital-risqueur. Notre travail n'a précisément pas consisté à attribuer nous-mêmes, en fonction de critères prédéfinis, une quelconque responsabilité, mais à nous appuyer sur le discours réflexif des acteurs eux-mêmes et sur les leçons qu'ils tirent de leurs expériences. De manière générale, les acteurs attribuent plus volontiers leurs propres échecs à des circonstances externes et les échecs de tiers aux défauts et erreurs de jugement de ces derniers (Fiske et Taylor, 1991). Ceci est d'ailleurs bien rappelé par la théorie de l'attribution (Heider, 1958; Jones *et al.*, 1972; Weiner, 1986) qui met en avant le biais du *self-serving*, lequel revient à attribuer plus volontiers les échecs aux autres plutôt qu'à soi-même. Or, notre recherche fait apparaître l'engagement de leur propre responsabilité par les acteurs eux-mêmes, dépassant ainsi les explications avancées jusqu'alors. En ce sens, nos résultats rejoignent ceux de Mantere *et al.* (2013) qui montrent, pour le cas de start-ups dans le secteur des TIC, que l'attribution des échecs est plus complexe que le simple rejet de la responsabilité de l'échec sur autrui. Ils proposent d'expliquer l'attribution des échecs captés par des récits (*narrative*

*attributions*) par un processus émotionnel (*grief recovery*) et par un processus cognitif (*self-justification*). Ils différencient des cas de responsabilité variée qui rejoignent la perception de la responsabilité engagée ou non du capital-risqueur de notre étude. En effet, et à titre d'exemple, Mantere *et al.* (2013 : 470) évoquent la responsabilité «non humaine», laquelle présente des similitudes avec le cas d'un échec perçu comme naturel et d'une responsabilité perçue comme non engagée dans notre recherche. Par ailleurs, envisager l'échec comme une perception est congruent avec les travaux de Jenkins *et al.* (2014) qui expliquent la douleur provoquée par l'échec par l'intensité de la perte l'estime de soi (un entrepreneur dans leur cas). Jenkins *et al.* (2014) montrent que dans le cas d'une familiarité avec l'échec, la douleur est d'autant plus forte que la perception de l'estime de soi est faible. Aussi, il pourrait être pertinent de poursuivre dans cette voie avec la figure du capital-risqueur pour lequel la familiarité de l'échec est grande : quel est l'impact de l'échec sur la perception de l'estime qu'il a de lui-même dans son milieu professionnel ?

La syndication est l'activité au sein de laquelle la légitimité professionnelle se renforce, se maintient ou se dégrade et nous avons souligné l'importance, pour cette profession, du respect de règles de bonne conduite propres à cette communauté professionnelle. Notre recherche fait écho aux travaux d'Elsbach (1994) qui montrent que la légitimité est gérée par les symboles et par le discours. Plus précisément, nous mettons en évidence ici que la légitimité est accordée par la communauté professionnelle à un individu qui œuvre pour la conquérir et la conserver et que la congruence avec les valeurs sociales en vigueur dans le milieu joue un rôle essentiel (Dowling et Pfeffer, 1975; Meyer et Rowan (1977)).

Pour Zimmerman et Zeitz (2002), et dans le cas de la nouvelle entreprise, la légitimité est cruciale et il existerait un «seuil de légitimité» en deçà duquel l'organisation ne doit pas descendre, sous peine que l'échec lui soit fatal. Notre recherche met en évidence qu'il en est de même pour le capital-risqueur. Sa légitimité apparaît bien comme une ressource stratégique pour lui – et pour l'organisation avec laquelle il est souvent confondu – au sens de Meyer et Rowan (1977) ou de Suddaby et Greenwood (2005). Nous ajoutons que la légitimité dont jouit un capital-risqueur s'apparente à un véritable capital social dans la mesure où les syndications auxquelles il participe sont conditionnées par les succès et les échecs qu'il connaît dans sa communauté. En effet, et en suivant la conception de Coleman (1988) du capital social, nous savons que l'accès à une communauté professionnelle est influencée par le statut ou le prestige professionnel des acteurs qui en sont membres mais aussi des nouveaux entrants potentiels.

#### LIMITES ET VOIES DE RECHERCHE

Cette recherche n'est pas exempte de limites. La première est sans doute liée au relatif faible nombre d'acteurs interrogés. Néanmoins, cette faiblesse peut être expliquée par

le peu d'acteurs dans le monde du capital-risque en France et par la difficulté d'accès au terrain, le monde du capital-risque étant fermé. Ces acteurs sont *a fortiori* réticents pour parler de leurs échecs. La deuxième limite est d'ordre méthodologique. Idéalement, il aurait été souhaitable d'interviewer des capital-risqueurs d'une même syndication, mais cela n'a pas été possible en pratique. En outre, il pourrait être envisagé à l'avenir de confronter la perception des capital-risqueurs à celles de leurs pairs afin d'enrichir notre compréhension. Enfin, une troisième limite vient du caractère généralisable ou non des liens singuliers entre légitimité et échec apparus dans cette recherche : dans quelle mesure la matrice proposée peut-elle être transposée à un autre milieu professionnel ? A des fins de validité externe, nous envisageons de la tester en l'appliquant au cas du producteur de cinéma. Notre recherche a permis de dessiner des analogies entre le capital-risqueur et le producteur de cinéma : l'importance de l'occurrence des échecs, le rôle de la *Success Story* et du *Blockbuster*, le parallèle entre succès d'estime / échec financier pour le capital-risqueur et succès critique / échec commercial pour le producteur. Au-delà, transposer à un autre monde professionnel nous permettra vraisemblablement de mieux cerner le type de responsabilité concernée (morale, juridique, auto-attribuée) et donc d'affiner notre connaissance du lien échec / légitimité. Enfin, nos résultats ouvrent des voies de recherche fécondes sur les liens qu'entretiennent la légitimité et la capacité à gérer les échecs et donc à rebondir pour le professionnel : dans la mesure où l'échec ne dégrade pas systématiquement la légitimité, la gestion des échecs pourrait produire un effet tremplin.

## References

- ARGYRIS, C., (1993). *Knowledge for Action. A Guide to Overcoming Barriers to Organizational Change*, Jossey Bass.
- BARRY, C., MUSCARELLA C., PEAVY J. ET VESTUYPENS M., (1990). The role of venture capital in the creation of public companies : Evidence from the going public process. *Journal of Financial Economics*, 27, 447-471.
- BATSCH, L., (2002). *Le capitalisme financier*. Repères, La découverte, n° 356, 120 p.
- BATTINI, P., (2005). *Financer son entreprise de la création à la transmission par le capital-investissement*. Paris : Maxima.
- BAUMARD, P. ET STARBUCK, W., (2005). Learning from Failures : Why it may not happen. *Long Range Planning*, 38 (3), 1-18.
- BERGLUND, H., HELLSTRÖM, T. ET SJOLANDER, S., (2007). Entrepreneurial Learning and the role of Venture Capitalists. *Venture Capital* 9(3), 165-181.
- CABLE, D. ET SHANE, S., (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22, 142-76.
- CAMERON, C., B. TATE, D. MACNAUGHTON ET POLITANO., C., (1997). *Recognition without Rewards*, Winnipeg, MB: Peguis Publishers.
- CANNON, M. ET EDMONSON, A., (2005). Failing to Learn and Learning to Fail Intelligently, *Long Range Planning*, 38 (3), 299-319.
- CAVELIUS, F. ET DESSERTINE, P., (2009). Le rôle de l'information de gestion dans la relation dirigeants-actionnaires : le cas des sociétés de capital-investissement, *Finance Contrôle Stratégie*, 12 (3), 65-95.
- CHARREIRE-PETIT S., CUSIN J. ET LOUBARESSE E., (2013). « Apprendre malgré l'échec : le cas d'une inéligibilité à la labellisation « pôle de compétitivité », *Management International*, 17 (4), 104-120.
- CHUANG, Y.-T. ET BAUM, J. A.C., (2003). It's All in the Name: Failure-induced Learning by Multiunit Chains, *Administrative Science Quarterly*, 48 (1), 33-59.
- COLEMAN, J.S., (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital, *The American Journal of Sociology*, 94, 95-120.
- COPE, J., CAVE, F. ET ECCLES, S., (2004). Attitudes of venture capital investors towards entrepreneurs with previous business failure. *Venture Capital*, 6 (2/3), 147 – 172.
- CUSIN, J., (2008). *Faut-il échouer pour réussir ? Mythe et réalité autour du retour d'expériences en entreprise*, Le Palio Editeur, Paris.
- DEEPCHOUSE, D. ET CARTER., S., (2005). An examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. *Journal of Management Studies*, 42 (2), 329-360.
- DEMOSANG, J-P ET GOMBART, V., (2000). Diversification des risques : le choix des télécoms, La nouvelle donne, *Capital Finance*, novembre.
- DIEZ-MARTIN F., PRADO-ROMAN C. ET BLANCO-GONZALEZ A., (2013). Beyond legitimacy : legitimacy types and organizational success. *Management Decision*, 51 (10), p. 1954-1969.
- DIMOV D. ET DE CLERCQ D., (2004). Explaining venture capital firms' syndication behaviour: a longitudinal study. *Venture Capital*, 6(4), 243-256.
- DIMOV, D. ET DE CLERCQ, D., (2006). Venture Capital Investment Strategy and Portfolio Failure Rate: A Longitudinal Study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (2), 207-223.
- DIMOV, D. ET DE CLERCQ, D., (2013). Organizational Social Capital, Formalization, and Internal Knowledge Sharing in Entrepreneurial Orientation Formation. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 37(3), 505-537.
- DOWLING, J. ET PFEFFER, J., (1975). Organisational legitimacy: Social values and organisational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18 (1), 122-136.
- DUBOCAGE E. ET GALINDO G., (2014). Understanding founder-CEO's replacement in venture-backed companies: A theoretical and empirical analysis, *European Management Journal*, 32 (3), 461-474.
- EDMONSON, A., (2011). Understanding Failure Strategies for Learning from Failure, *Harvard Business Review*, avril, 49-55.
- ELSBACH, K. D., (1994). Managing organizational legitimacy in the California cattle industry – the construction and effectiveness of verbal accounts. *Administrative Science Quarterly*, 39 (1), 57-88.
- FERNHABER, S. ET MCDUGALL-COVIN, A., (2009). VCs as Catalysts to New Venture Internationalization : The Impact of their

- Knowledge and Reputation Resources. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 277-295.
- FERRARY, M., (2006). Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque. *Revue Française de Gestion*, 163 (4), 171-181.
- FERRARY, M., (2010). Syndication of venture capital investment: The art of resource pooling. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34 (5), 885-907.
- FISKE, S.T. ET TAYLOR, S.E., (1991). *Social Cognition*, New York, N.Y.: McGraw-Hill
- GEOFFRON, P., (1990). Le processus de formation d'une innovation financière : le capital-risque. *Thèse de Doctorat*, Paris XIII
- GOMPERS, P. ET LERNER, J., (2000). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press,
- GORMAN, M. ET SAHLMAN W.A., (1989). What do venture capitalists do?. *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248
- HAYTON, J. ET ZAHRA J., (2005). Venture team human capital and absorptive capacity in high technology new ventures. *International Journal of Technology Management*, 31 (3/4), 256-274.
- HEIDER, F., (1958). *The Psychology of Interpersonal Relations*. Wiley, New York, 322 p.
- JENKINS A., WIKLUND J. ET BRUNDIN E., (2014). Individual responses to firm failure: Appraisals, grief, and the influence of prior failure experience. *Journal of Business Venturing*, 29 (1), 17-33.
- JONES, EE, KANOUSE, D.E, KELLEY, HH, NISBETT, RE , VALINS, S, ET WEINER, B. (1972). *Attribution: Perceiving the causes of behavior*. Morristown, NJ: General Learning Press, New York.
- LEVITT, B. ET MARCH J., (1988). Organizational learning. *Annual Review of Sociology*, 14, 319-40.
- MANIGART, S., LOCKETT, A., MEULEMAN, M., WRIGHT, M., LANDSTRÖM, H., BRUINING, H., DESBRIÈRES, P. ET HOMMEL, U., (2006). Venture capitalists' decision to syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (2), 131-153.
- MANTERE, S., AULA, P., SCHILDT H. ET VAARA, E., (2013). Narrative attributions of entrepreneurial failure. *Journal of Business Venturing*, 28, 459-473.
- MARCUS, A. ET GOODMAN, R., (1991). Victims and shareholders: The dilemmas of presenting corporate policy during a crisis. *Academy of Management Journal*, 34, 281-305.
- MCGRATH, R.G., (1999). Falling forward: real options reasoning and entrepreneurial failure. *Academy of Management Review*, 24(1), 13-30.
- MEGGINSON, W. ET WEISS, K., (1991). Venture capitalist certification in IPO's. *Journal of Finance*, XLVI(3), 879-903
- MEYER, J.W. ET ROWAN, B., (1977). Institutionalized organizations : Formal structure as myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- MINER, A.S, KIM, J., HOLZINGER, I. ET HAUNSCHILD, P., (1999). Fruits of Failure: Organizational Failure and Population Level Learning. *Advances in Strategic Management*, 16, 187-220.
- OBORN, E. ET DAWSON, S., (2010). Learning across communities of practice: an examination of multidisciplinary work. *British Journal of Management*, 21(4), 843-858.
- PFEFFER, J. ET SALANCIK, G.R., (1978), *The External Control of Organizations*, Harper et Row, New York.
- POWELL, W.W. ET DI MAGGIO, P.J., (1991). *The New Institutionalism in Organizational Analysis*. University of Chicago Press.
- RABEHARISOA, V., (1996). Le capital-risque : du contrat à l'engagement, *Représenter Hybrider, Coordonner*, CSI, 9-10, *Annales des Mines*, 86-90.
- SCOTT, M. ET LEWIS, J., (1984). Re-thinking entrepreneurial failure. In J. Lewis, J. Stanworth and A.Gibb (Eds) *Success and Failure in Small Business* (Hampshire: Gower).
- SHEPHERD, D. ET ZACHARAKIS, A., (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship : control, trust and confidence in co-operative. *Venture Capital*, 3 (2), 129-149.
- SHEPHERD, D.A. ET CARDON, M.S., (2009). Negative emotional reactions to project failure and the self-compassion to learn from the experience. *Journal of Management Studies*, 46, 923-949.
- SHEPHERD, D.A., DOUGLAS, E.J. ET SHANLEY, M., (2000). New venture survival: ignorance, external shocks, and risk reduction strategies. *Journal of Business Venturing*, 15(5), 393-410.
- SITKIN, S.B., (1992). Learning through Failure: the Strategy of Small Losses. In Staw, B.M, Cummings, L.L, Conn G., (Eds), *Research in Organizational Behavior: An Annual Series of Analytical Essays and Critical Reviews*, 14, 231-266.
- SUCHMAN, M.C., (1995). Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-611.
- SUDDABY, R. ET GREENWOOD R. (2005). Rhetorical Strategies of Legitimacy, *Administrative Science Quarterly*, 50(1), 35-67.
- WEINER, B., (1986). *An Attributional Theory of Motivation and Emotion*. Springer, New York.
- WRIGHT, M. ET LOCKETT A., (2003). The structure of management of alliances : Syndication in the venture capital industry. *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2102.
- YIN, R.K., (2002). *Case Study Research. Design and Methods* (3rd ed.). Newbury Park, CA : Sage.
- ZACHARAKIS, AL, MEYER G.D. & DE CASTRO J., (1999). Differing perceptions of new venture failure: a matched exploratory study of venture capitalists and entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, 37(3), 1-14.
- ZIMMERMAN, M., ZEITZ, G., (2002). Beyond Survival : achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management review*, 27 (3), 414-431.
- ZUCKER, L.G., (1987). Institutional Theories of Organization. *Annual Review of Sociology*, 13, 443-464.

---

---

**ANNEXE 1****Guide entretien phase 1**

- 1) Dans un premier temps, accepteriez-vous de me dire quelques mots sur votre parcours professionnel ?
  - 2) Quels sont les personnes ou mentors qui font référence dans le métier en France ?
  - 3) Pourriez-vous nous expliquer précisément comment fonctionne une syndication ? Quels sont les différents acteurs (*lead investor*, suiveur, censeur) ? À quelle fréquence se rencontrent-ils ?
  - 4) À partir de quel TRI attendu décidez-vous d'investir ?
  - 5) Quand considérez-vous avoir échoué ?
  - 6) Qu'est-ce qu'un échec sur le plan financier ?
  - 7) Qu'est-ce qu'un échec sur d'autres plans ?
  - 8) Êtes-vous passé à côté d'investissements qui se sont avérés être des succès pour vos concurrents ? Comment l'avez-vous vécu ?
  - 9) Comment est vécu l'échec au niveau de la syndication ? Cherche-t-on un responsable ?
  - 10) Le *lead investor* qui échoue se coupe-t-il des autres capital-risqueurs ?
  - 11) Continuez-vous à travailler avec des co-investisseurs même si vous avez investi dans des entreprises qui ont échoué ?
  - 12) Au niveau individuel, que vous apportent les investissements qui se sont soldés par un échec ? Êtes-vous resté en contact avec les dirigeants qui ont échoué ? Est-ce le couple dirigeant / capital-risqueur qui a échoué ? Qui échoue ?
  - 13) Au niveau de votre organisation, vos échecs d'investissement sont-ils perçus négativement par vos associés ? Y a-t-il une réflexion interne à ce sujet ?
- 
- 

---

---

**ANNEXE 2****Guide entretien phase 2**

- 1) Quel est l'échec personnel qui vous a le plus marqué ?
  - 2) Si vous entendez échec dans le capital-risque, quel est le premier échec qui vous vient à l'esprit ? Pourquoi ? Racontez-nous ?
  - 3) Quelles histoires d'échec auriez-vous envie de nous raconter ?
  - 4) Est-ce que le capital-risqueur se remet facilement d'un échec ? Si oui, comment ? Si non, pourquoi selon vous ?
- 
-