

Les mécanismes de gouvernance liés au financement par le capital-risque : une perspective théorique

Abderrahim Laachach et Younes Ettahri

Volume 32, numéro 2, 2023

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1106890ar>

DOI : <https://doi.org/10.1522/revueot.v32n2.1599>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Université du Québec à Chicoutimi

ISSN

1493-8871 (imprimé)

2564-2189 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Laachach, A. & Ettahri, Y. (2023). Les mécanismes de gouvernance liés au financement par le capital-risque : une perspective théorique. *Revue Organisations & territoires*, 32(2), 42–59.

<https://doi.org/10.1522/revueot.v32n2.1599>

Résumé de l'article

La relation entre l'entrepreneur et l'investisseur est souvent abordée sous un cadre conflictuel basé sur l'asymétrie informationnelle et sur l'opportunisme potentiel des acteurs. Cependant, la pratique de financement par le capital-risque renferme des liens mitigés entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Dans cette relation, les capital-risqueurs cherchent à orienter les projets financés vers des perspectives de réussite, tout en sécurisant leur fonds d'investissement par la négociation d'un ensemble de dispositions juridiques. De leur côté, les entrepreneurs s'efforcent de disposer d'une marge de manoeuvre, tout en gardant une certaine confidentialité. Notre question de recherche porte sur les différents mécanismes de gouvernance qui peuvent encadrer la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Notre cadre théorique échafaude une double grille de lecture théorique en analysant cette relation selon les approches juridico-financière et cognitive de la gouvernance. Nos résultats montrent que les capital-risqueurs n'ont pas uniquement des impacts financiers, mais également des incidences organisationnelles et cognitives qui peuvent gouverner l'organisation interne de la société bénéficiaire. Le mode de gouvernance employé peut être influencé en grande partie par les caractéristiques individuelles, organisationnelles, institutionnelles et économiques des capital-risqueurs. De leur côté, les dirigeants des entreprises financées par le capital-risque peuvent avoir un comportement qui dépasse l'angle traditionnel de l'opportunisme dans lequel ils dissimulent leurs intérêts personnels pour qu'il soit générateur de ressources cognitives et contributeur à la création de valeur.

© Abderrahim Laachach, Younes Ettahri, 2023



Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

<https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

<https://www.erudit.org/fr/>

Dossier spécial

Les mécanismes de gouvernance liés au financement par le capital-risque : une perspective théorique

Abderrahim Laachach^a, Younes Ettahri^bDOI : <https://doi.org/10.1522/revueot.v32n2.1599>

RÉSUMÉ. La relation entre l'entrepreneur et l'investisseur est souvent abordée sous un cadre conflictuel basé sur l'asymétrie informationnelle et sur l'opportunisme potentiel des acteurs. Cependant, la pratique de financement par le capital-risque renferme des liens mitigés entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Dans cette relation, les capital-risqueurs cherchent à orienter les projets financés vers des perspectives de réussite, tout en sécurisant leur fonds d'investissement par la négociation d'un ensemble de dispositions juridiques. De leur côté, les entrepreneurs s'efforcent de disposer d'une marge de manœuvre, tout en gardant une certaine confidentialité. Notre question de recherche porte sur les différents mécanismes de gouvernance qui peuvent encadrer la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Notre cadre théorique échafaude une double grille de lecture théorique en analysant cette relation selon les approches juridico-financière et cognitive de la gouvernance. Nos résultats montrent que les capital-risqueurs n'ont pas uniquement des impacts financiers, mais également des incidences organisationnelles et cognitives qui peuvent gouverner l'organisation interne de la société bénéficiaire. Le mode de gouvernance employé peut être influencé en grande partie par les caractéristiques individuelles, organisationnelles, institutionnelles et économiques des capital-risqueurs. De leur côté, les dirigeants des entreprises financées par le capital-risque peuvent avoir un comportement qui dépasse l'angle traditionnel de l'opportunisme dans lequel ils dissimulent leurs intérêts personnels pour qu'il soit générateur de ressources cognitives et contributeur à la création de valeur.

Mots-clés : Gouvernance, capital-risque, approche cognitive, approche juridico-financière, finance entrepreneuriale

ABSTRACT. *The relationship between the entrepreneur and the investor is often viewed from a conflictual angle based on information asymmetry and on potential stakeholder opportunism. However, venture capital financing includes mixed relationships between venture capitalists and entrepreneurs. In this relationship, venture capitalists seek to orient the funded projects towards prospects of success while securing their investment funds through the negotiation of a set of legal agreements. On the other hand, the entrepreneurs strive to have some leeway to manoeuvre while maintaining a certain degree of confidentiality. Our research question concerns the various governance mechanisms that surround the venture capitalist-entrepreneur relationship. Our theoretical framework is based on a double theoretical reading grid, by analyzing this relationship according to the two legal-financial and cognitive approaches of governance. Our results show that venture capitalists not only have a financial impact, but also organizational and cognitive impacts that can govern the internal organization of the venture capital-backed firm. The mode of governance employed can be influenced largely by the individual, organizational, institutional and economic characteristics of the venture capitalists. On the other hand, the managers of venture capital-backed firms may behave in ways that go beyond traditional opportunism, in which they conceal their personal interests, to generate cognitive resources and contribute to value creation.*

Keywords: *Governance, venture-capital, cognitive approach, legal-financial approach, entrepreneurial finance*

^a Professeur à l'Institut supérieur international de tourisme de Tanger, affilié à l'équipe de recherche Audit, contrôle de gestion et performance des organisations, Laboratoire de recherche en gouvernance des organisations et des territoires, École nationale de commerce et de gestion de Tanger, Maroc

^b Professeur de l'enseignement supérieur à l'Université Abdelmalek Essaâdi, affilié à l'équipe de recherche Audit, contrôle de gestion et performance des organisations, Laboratoire de recherche en gouvernance des organisations et des territoires, École nationale de commerce et de gestion de Tanger, Maroc

Introduction

Le capital-risque (CR) est l'un des volets du capital-investissement. Il est perçu comme une pratique originale d'intermédiation financière. Cette intermédiation, limitée dans le temps, s'incarne sous la forme d'un cycle d'investissement (participations minoritaires ou majoritaires). Le CR met en relation les investisseurs en amont (capital-risqueurs) et les entreprises en phase de démarrage qui affichent un potentiel de croissance en aval. Les capital-risqueurs s'intéressent au potentiel de gain en capital à long terme que représente l'entreprise et ils planifient d'encaisser le profit lorsque l'entreprise atteindra sa maturité (Wallmeroth et collab., 2018).

Une grande partie des travaux portés sur le CR s'inscrivent dans une perspective financière (Rédis, 2008). Cependant, dernièrement, il y a une tendance vers le dépassement du clivage entre l'entrepreneuriat et la finance d'entreprise, ce qui a donné lieu à l'émergence de la notion de la « finance entrepreneuriale » (Gompers et Lerner, 2000; Denis, 2004; Kaplan et Strömberg, 2005). Aujourd'hui, les activités entrepreneuriales font face aux mêmes conflits d'agence et d'asymétrie d'information que la finance d'entreprise. Aux États-Unis, la finance entrepreneuriale est fortement confondue avec le champ du CR (au sens large). Cela dit, l'approche contractuelle est considérée comme le principal cadrage théorique mobilisé pour les études portées sur la relation entre les investisseurs et les entrepreneurs (Freiburg et Grichnik, 2012; Joshi et Subrahmanya, 2015).

Cependant, le rôle des capital-risqueurs dépasse le rôle d'un financier traditionnel passif. En fait, ils interviennent d'une manière active dans les différents aspects stratégiques, managériaux et commerciaux de l'entreprise (Hellmann et Puri, 2002). Ils ne se limitent pas seulement au financement de l'entreprise, mais ils accompagnent son management lors de la prise des décisions et cherchent à créer de la valeur au sein de l'entreprise (Guéry-Stévenot, 2006).

Il est convenu d'appeler la « gouvernance de l'entreprise » l'ensemble des dispositifs, des processus, des réglementations, des lois et des institutions destinés à cadrer la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée. La gouvernance permet de cadrer les droits et les intérêts des actionnaires, mais aussi des parties prenantes (Aguilera et collab., 2018; Haidar, 2009; Larcker et collab., 2007; Latrous et collab., 2017; Pérez, 2016).

Divers mécanismes de gouvernance peuvent être adoptés pour encadrer la relation entre capital-risqueur et entrepreneur. D'abord, les mécanismes émanant de l'approche juridico-financière et disciplinaire de la gouvernance préparent un cadrage pour les potentiels conflits d'intérêts et orientent les décisions des sociétés financées de sorte que les intérêts des parties prenantes soient protégés. De leur côté, les mécanismes découlant de l'approche cognitive de la gouvernance cherchent à mettre en évidence les leviers cognitifs (Charreaux et Wirtz, 2006).

Quand on examine les différentes contributions scientifiques portant sur le financement par le capital-risque et le large éventail de questions qu'elles couvrent, une question importante se pose : *Quels sont les mécanismes de gouvernance liés au financement par le capital-risque?* Autrement dit, à partir des deux approches juridico-financière et cognitive de la gouvernance : *Quelles sont les principales spécificités de la relation qui s'établit entre l'entrepreneur et le capital-risqueur?*

Afin de proposer une réponse adéquate à notre question de recherche, l'objectif de cet article est de passer en revue et d'analyser les principaux travaux de recherche relatifs à la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Plus précisément, quatre sous-questions de recherche sont énumérées ci-dessous :

1. Quelles sont les spécificités du processus de la levée de fonds?
2. Quels sont les critères de sélection des projets à financer par le capital-risque?
3. Quelles sont les principales clauses à négocier dans les pactes d'actionnaires?

4. Comment les capital-risqueurs peuvent-ils atténuer les conflits d'agence et contribuer à des apports cognitifs?

L'objectif de cet article est d'envisager les principales spécificités de la relation qui s'établit entre l'entrepreneur et le capital-risqueur en se basant sur une double grille de lecture qui échafaude les deux approches juridico-financière et cognitive de la gouvernance. Le présent article s'articule autour de trois axes : une présentation des spécificités du processus de la levée de fonds, les principaux aspects de l'approche juridico-financière de la gouvernance d'une opération de financement par le CR et les apports de l'approche cognitive.

L'article se structure de la façon suivante : la première section présente la méthodologie de recherche adoptée. La deuxième section décrit les spécificités du processus de la levée de fonds et les critères de sélection des projets à financer par le capital-risque. La troisième section aborde l'approche juridico-financière liée au financement par le capital-risque en s'interrogeant sur les principales clauses juridiques à négocier, sur le choix des modalités de gouvernance et sur la négociation de la rentabilité attendue. La quatrième section évoque l'approche cognitive relative au financement par le capital-risque. Nous poursuivons avec une section sur les mécanismes de gouvernance d'une approche disciplinaire vers une perspective cognitive, puis terminons avec une conclusion sur les limites de notre recherche et sur les pistes de recherche.

1. Méthodologie

Ce travail s'inscrit dans le cadre des recherches recensant d'une manière critique les travaux théoriques et empiriques qui traitent la dimension managériale du capital-risque. Il émane d'une revue de la littérature d'environ 30 articles scientifiques parus dans des revues internationales à comité de lecture scientifique et qui portent sur la relation pouvant unir les entrepreneurs et les capital-risqueurs. Nous nous sommes basés principalement sur les articles théoriques et empiriques scientifiques publiés dans des revues bien indexées (revues à comité de lecture scientifique

et dans des bases reconnues à l'international) et sur les articles étroitement liés à notre sujet de recherche.

Nous avons jugé approprié d'appliquer la recherche par des mots-clés pour atteindre notre objectif. Nous avons tenté d'utiliser des mots-clés pertinents à l'aide des bases de données Scopus, ProQuest et ESBCO; des moteurs de recherche tels que Google Scholar; et du portail Internet Cairn.info. Parmi les mots-clés utilisés, nous citons : «venture capitalist-entrepreneur» OU «venture capitalist-entrepreneur relationship» OU «entrepreneurial team» OU «venture capitalists + control + trust» OU «funding trajectory» OU «entrepreneurial governance» OU «confidence in partner cooperation». La recherche par mot-clé effectuée nous a permis d'identifier 54 articles couvrant la période de 1983 à 2022. Sur ces 54 articles, seuls 33 portent sur la relation capital-risqueur et entrepreneur ainsi que sur ses mécanismes de gouvernance. Les travaux analysés portent sur des contextes différents (États-Unis, des pays européens et quelques pays du continent africain).

2. La levée de fonds : un parcours complexe

Le CR a souvent été envisagé comme une source importante de financement de l'innovation au cours des 30 dernières années (Lerner et Nanda, 2020). Ce système original d'intermédiation financière met en relation les porteurs de projets, qui ont un besoin de financement, avec des investisseurs en capital, qui apportent des ressources financières, des expertises et des conseils. En effet, l'apport des capital-risqueurs n'est pas seulement financier : il peut être aussi managérial, organisationnel et cognitif.

Lorsqu'une entreprise cherche à investir dans un projet innovant, elle s'attache à un niveau élevé d'incertitude et elle fait généralement face à des contraintes financières spécifiques (Ettahri et Laachach, 2016; García-Quevedo et collab., 2018; Montresor et Vezzani, 2021). À cet égard, certains auteurs proposent le CR comme une option pour entre autres faire face aux contraintes financières rencontrées par les entreprises innovantes (Andrusiv et collab., 2020; Laachach et Ettahri,

sous presse); Lerner et Nanda, 2020). Cependant, le financement par le CR n'est pas sans exigences. En effet, la levée de fonds peut être un processus difficile. Elle implique souvent de convaincre des investisseurs potentiels et de leur démontrer la viabilité du projet. Cela peut nécessiter beaucoup de travail et de temps pour atteindre les objectifs de financement nécessaires.

2.1 Principales phases de la levée de fonds

Le processus de la levée de fonds a connu une évolution à travers le temps (Gompers et collab., 2020; Sharma, 2015; Smida et Mezrioui, 2015; Streletzki et Schulte, 2013). En général, la levée de fonds passe par les étapes suivantes (Chouraki, 2017) :

- Identification des investisseurs;
- Présentations et réunions de travail;
- Passage en comité d'investissement;
- Négociations;
- Obtention d'une lettre d'intention ou d'un protocole d'investissement (*term sheet*);
- Audits préalables (*due diligences*);
- Signature d'un accord (*closing*) et versement des fonds.

La sélection des projets se fait en plusieurs étapes (voir Figure 1) :

La première étape de la sélection consiste à identifier les projets qui feront l'objet d'une analyse plus approfondie (projets admissibles pour une deuxième sélection). La sélection se fait soit à partir du résumé opérationnel (*executive summary*) du plan d'affaires, soit à partir du mémo (Rédis, 2006). Les investisseurs sélectionnent les projets qui les intéressent et la prise de contact constitue un élément essentiel dans la prise de décision finale.

Ensuite, les investisseurs effectuent les audits préalables nécessaires sur les aspects clés du dossier (validation des aspects techniques, marketing, stratégiques, financiers, etc.).

La prochaine étape consiste à négocier les aspects financiers et juridiques. L'aspect financier consiste à s'entendre sur la valorisation de la société, sur les besoins financiers à satisfaire et sur la répartition du capital entre le porteur de projet et les organismes de capital-risque. Pour l'aspect juridique, il s'agit d'élaborer un pacte d'actionnaires et de choisir les instruments de financement.

La dernière étape est le *closing*, où les deux parties établissent un protocole d'investissement (*term sheet*).

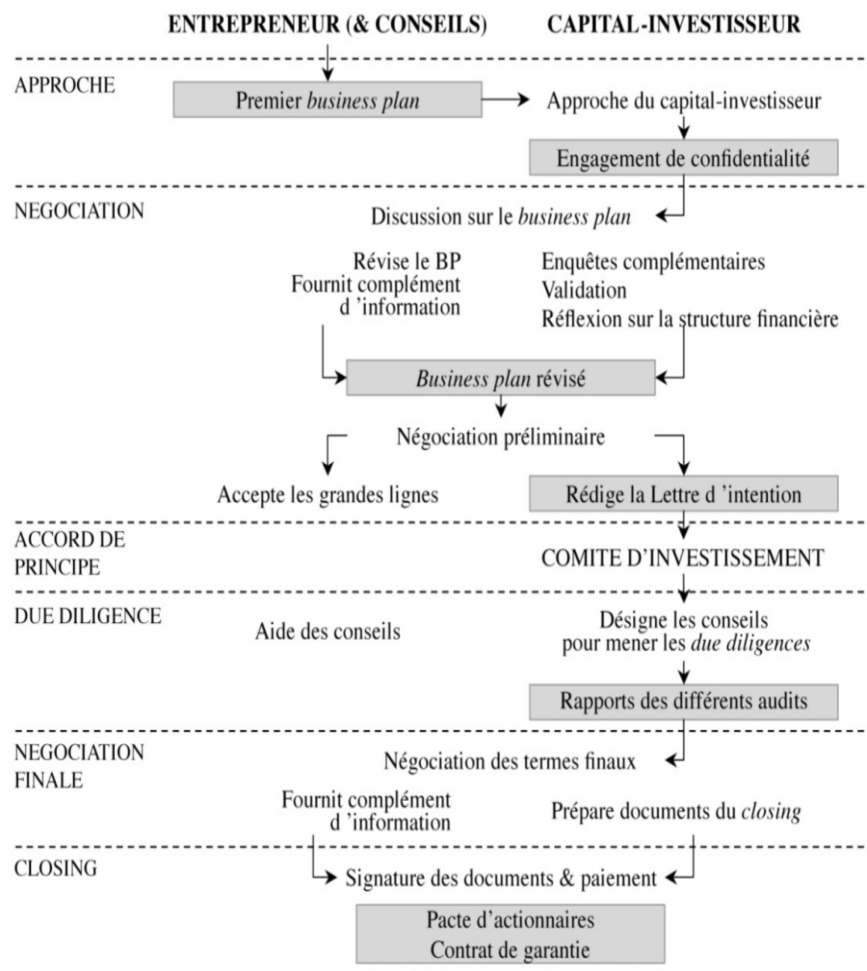


Figure 1 – Principales phases de la levée de fonds en capital-risque
Source : Mougenot, 2002

La sélection des projets à financer par les capital-risqueurs n'est pas l'aboutissement d'une méthode standard. Le processus est de nature artisanale, sans pour autant que cela soit péjoratif (Dubocage et Rivaud-Danset, 2006). La capacité à choisir de « bons » projets constitue le noyau de la compétence de l'investisseur. Ainsi, la sélection est une étape déterminante pour les sociétés de CR, dans la

mesure où elle est la base de la constitution de son portefeuille (Dubocage, 2003).

Pour donner un exemple, dans le contexte marocain, les négociations entre l'entrepreneur et l'investisseur en capital s'inscrivent dans le processus que nous venons de détailler et elles peuvent être schématisées principalement dans la figure 2 :

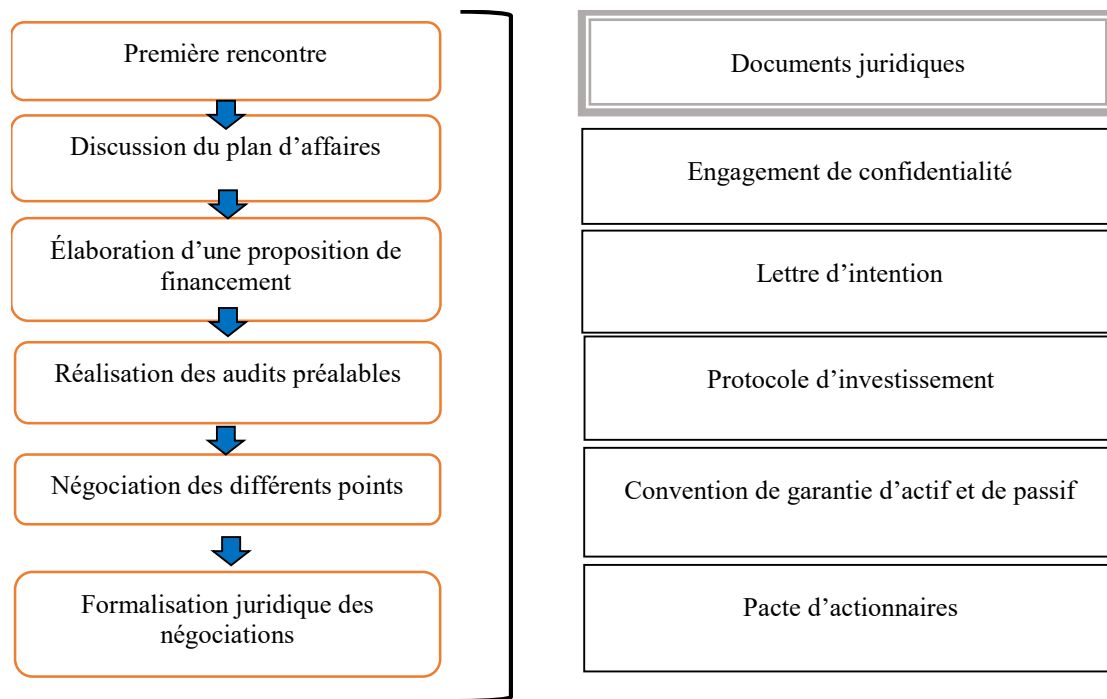


Figure 2 – Principales étapes et documents encadrant la relation entre l'entrepreneur marocain et l'investisseur en capital
Source : CNUCED, 2012

La levée de fonds peut être un processus complexe qui nécessite généralement une planification et une préparation minutieuses ainsi qu'une bonne compréhension des différents types de financement disponibles. Convaincre les capital-risqueurs de participer à sa levée de fonds requiert d'avoir une vision claire de son projet et des connaissances sur le marché ainsi que de savoir ce que recherchent ces investisseurs potentiels et quels sont leurs critères de sélection.

2.2 Critères de sélection

Dans la littérature, une grande partie des recherches qui portent sur les critères de sélection des projets financés par le CR échafaudent des approches principalement descriptives des variables envisagées (Kollmann et collab., 2014). D'après MacMillan et ses collègues (1985), le plan d'affaires (*business plan*) est l'une des sources d'information les plus déterminantes pour le choix d'un projet, outre le degré d'expertise et l'expérience des entrepreneurs. Les critères de sélection adoptés par les capital-risqueurs dans les

années 1970 ont été un peu légers par rapport à aujourd'hui. Cela peut être expliqué par le fait qu'il y avait moins de doutes et d'inquiétudes sur les perspectives des sociétés. Plus la concurrence s'accroît dans l'environnement commercial, plus les capital-risqueurs font face à des incertitudes dans leurs investissements et plus ils exigent de critères de sélection. Ainsi, un « bon » modèle de décision permet aux capital-risqueurs de distinguer les « meilleurs » projets d'investissement des projets marginalisés (Jain, 1999). Cependant, une étude ultérieure (Bruton et collab., 2002) montre que le processus de prise de décision peut être influencé par des facteurs culturels, environnementaux, institutionnels et réglementaires des différentes nations.

En général, les critères de sélection adoptés par les capital-risqueurs diffèrent d'un pays à un autre et d'un secteur à un autre. La recherche menée par Mishra et ses collègues (2017) répartit les principaux critères en six groupes : 1) les caractéristiques de l'entrepreneur et de l'équipe de direction, 2) les caractéristiques du produit ou du service,

3) les caractéristiques du marché, 4) les caractéristiques financières, 5) les critères spécifiques de capital-risque et 6) la stratégie (Gompers et collab., 2008). D'ailleurs, les critères de sélection cités par Mishra et ses collègues (2017) ont déjà

fait l'objet de nombreuses recherches scientifiques et ont été testés dans des situations réelles. L'ordre de priorité diffère d'un contexte à un autre. Nous synthétisons ces critères avec leurs sous-critères dans le tableau 1.

Critère	Sous-critères	Auteurs
Caractéristiques de l'entrepreneur et de l'équipe de direction	Vision Intégrité Honnêteté Endurance Capacité de fournir des efforts continus Passion Motivation Engagement Personnalité de l'entrepreneur État de préparation Bonne réaction au risque Expérience de l'entrepreneur Compensation Connaissance du marché Compétences liées à l'industrie Équipe complète et équilibrée	Kaplan et Strömberg (2000) Rakhman et Evans (2005) Zhang (2012) MacMillan (1985, 1987) Tyebjee et Bruno (1984) Gompers et collab. (2020) Block et collab. (2021)
Caractéristiques du produit ou du service	Technologie Supériorité Besoin à long terme Difficulté à imiter ou à remplacer	Kaplan et Strömberg (2000) Rakhman et Evans (2005) Riquelme (1994) Muzyka et collab. (1996) Gompers et collab. (2020)
Caractéristiques du marché	Taille du marché Croissance du marché Acceptation du marché, positivité Accès au marché Capacité à créer des barrières à l'entrée Avantage concurrentiel fourni	Kaplan et Strömberg (2000) Rakhman et Evans (2005) MacMillan (1985, 1987) Tyebjee et Bruno (1984)
Caractéristiques financières	Participation de l'entrepreneur dans l'entreprise Taux de rendement requis Moment de la sortie Coût du financement	Kaplan et Strömberg (2000) Rakhman et Evans (2005) MacMillan (1985) Bygrave et Timmons (1992) Pandey (1998) Granz et collab. (2021)
Critères spécifiques de capital-risque	Faible valorisation Structure contractuelle qui limite le risque Taille de l'investissement Influence positive des autres investisseurs Phase d'investissement <i>Spin-off</i>	Kaplan et Strömberg (2000) Rakhman et Evans (2005) MacMillan (1987) Mishra (2004) Ferrati et Muffatto (2021)
Stratégie	Stratégie/modèle commercial attractif Développement et croissance économiques Développement d'une industrie spécifique Favorable à l'innovation Probabilité élevée d'adoption par les clients Position concurrentielle favorable	Zhang (2012) Hall et Hofer (1993)

Tableau 1 – Principaux critères de sélection d'une levée de fonds en capital-risque²
Source : Mishra et collab., 2017

Les critères de sélection des projets à financer par les capital-risqueurs peuvent varier d'un contexte à un autre ou d'un secteur à un autre. Toutefois, généralement, nous constatons que ces critères incluent souvent les aspects suivants : une équipe de management capable de faire face aux défis de l'entrepreneuriat, de l'innovation, un potentiel de croissance, une taille potentielle du marché et un plan d'affaires solide accompagné d'un modèle économique viable. Ces critères de sélection sont adoptés pour évaluer le potentiel des projets et leur capacité à générer des rendements pour les capital-risqueurs.

Par ailleurs, la levée des fonds est souvent accompagnée par un pacte d'actionnaires, qui définit les droits et obligations des parties prenantes. C'est un outil incontournable pour garantir la stabilité et la bonne gestion des relations entre les propriétaires et les capital-risqueurs.

3. L'approche juridico-financière liée au financement par le capital-risque

Il est important de reconnaître les capital-risqueurs comme des partenaires financiers incontournables pour les jeunes entreprises qui ont un fort potentiel de croissance grâce aux avantages que proposent ces apporteurs de fonds. Toutefois, les capital-risqueurs négocient de nombreuses clauses en échange de leur financement. Cette négociation a comme objectif principal de cerner leur exposition au risque et d'éviter que ce dernier ne soit amplifié par le comportement opportuniste des bénéficiaires de fonds (Schier, 2006).

La valorisation de l'entreprise à l'entrée de l'investisseur est un élément primordial à négocier. En effet, la démarche d'évaluation d'une entreprise est une tâche qui n'est pas facile et son résultat dépend principalement du cadre d'hypothèses retenues, de la méthodologie et de l'évaluateur (Cherif et Dubreuille, 2009). L'entrepreneur cherchera à maximiser la valeur de marché, alors que l'investisseur orientera sa démarche vers une valorisation à la baisse. Le résultat de la valorisation n'est donc pas un prix de transaction; il s'agit

plutôt d'une indication sur laquelle les différentes parties prenantes vont guider leurs négociations (Cherif et Dubreuille, 2009). La valorisation choisie par l'investisseur pour évaluer les titres de la firme cible est le fruit d'un compromis entre l'évaluation de l'entrepreneur et celle de l'investisseur. Généralement, le prix des titres prend en compte les paramètres propres au projet. Parmi les principaux points qui se négocient par les sociétés de capital-risque, on peut citer d'une manière non exhaustive : le pacte d'actionnaires, les modalités de gouvernance et la rentabilité attendue.

3.1 Pacte d'actionnaires : principales clauses à négocier

Le pacte d'actionnaires est une convention qui s'établit entre les actionnaires de la société (fondateurs et investisseurs) pour gérer leurs relations en tant qu'actionnaires et pour déterminer des règles d'action communes. Il complète les statuts, et définit certains droits et obligations des parties.

Normalement, ce pacte comprend des clauses sur l'organisation des organes de la société, sur la prise de décisions stratégiques, sur l'information et sur les cessions d'actions (AFIC, 2010). Il existe une multitude de clauses relatives au pacte d'actionnaires aussi bien au profit de l'investisseur que du vendeur. Les principales clauses se présentent généralement comme suit (Guez, 2015) :

- Clauses relatives à la gestion de l'actionariat : inaliénabilité, préemption, agrément, anti-dilution, etc. ;
- Autres clauses : obligations spécifiques, durée, garantie d'exécution, adhésion, confidentialité, définitions, etc.

La négociation des clauses ci-dessus est indispensable pour l'entrepreneur. En fait, ce n'est pas une question de tout accepter ou de tout refuser en bloc, mais de vérifier toutes les clauses et de s'assurer que les restrictions qu'elles imposent ne génèrent pas un coût trop important pour l'entrepreneur. Ce dernier est censé également être vigilant lors de la négociation des clauses du pacte; il doit faire attention à la durée du pacte, mais aussi des restrictions, tout comme bien cerner les

conséquences stratégiques imposées en matière de cession, d'une nouvelle acquisition, de réorientation stratégique ou de restructuration de la firme (Schier, 2006).

Au Maroc, le pacte d'actionnaires ne fait pas l'objet d'une réglementation en droit des sociétés. Seule une référence dispersée lui est faite depuis son adoption, le 30 août 1996, dans la *Loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes*. Les dispositions de cette loi stipulent que les pactes entre actionnaires doivent être constatés par écrit [paragr. 11)4] et que des conventions entre actionnaires ou entre actionnaires et des tiers qui concernent les conditions de cession des droits sociaux sont autorisées (art. 257). Le régime juridique du pacte d'actionnaires au Maroc se situe à l'intersection du droit commun et du droit des sociétés. Il s'agit finalement d'un contrat sous seing privé soumis au droit des obligations et des contrats, et son contenu ne saurait désobéir aux règles d'ordre public du droit des sociétés (Chakir, 2018).

3.2 Choix des modalités de gouvernance

Le choix des modalités de gouvernance relève des négociations préliminaires. La documentation juridique est un outil déterminant pour cadrer les problèmes relatifs à la forme juridique de la société, aux pouvoirs et à la détermination des obligations et des responsabilités des investisseurs. Normalement, l'implication du capital-risqueur dans la firme cible dépend du caractère minoritaire ou majoritaire de son investissement (AMIC, 2012). Notons que le capital-risqueur n'a pas comme rôle de s'immiscer dans la gestion quotidienne de la société. Du coup, l'entrepreneur maintient ses prérogatives. L'intervention d'une société de capital-risque engendre automatiquement une demande d'adaptation de la gouvernance de la société bénéficiaire des fonds pour renforcer la transparence vis-à-vis des investisseurs et pour éclaircir les mécanismes de contrôle des dirigeants par les actionnaires.

Il convient de préciser que la structure directeur/conseil de surveillance est souvent privilégiée par les investisseurs à la structure en conseil d'administration. D'autres adaptations peuvent

être demandées par les sociétés de capital-risque, par exemple la nomination d'administrateurs au conseil d'administration (Schier, 2006).

En général, le pacte d'actionnaires stipule la structure de gouvernance de l'entreprise : il contient des dispositions liées à la composition, aux modalités de nomination et de révocation ainsi qu'aux pouvoirs des organes de direction et de surveillance de la société. Il peut également conférer à certains associés des droits de veto (Guez, 2015). L'investisseur a une tendance générale à doubler les organes de gouvernance par l'organisation d'un rapport ou de comités qui l'informent et le rassurent. Il arrive parfois que certains investisseurs ou créanciers obligataires demandent la nomination d'un censeur (qui n'a pas de droit de vote dans le pacte d'actionnaires) ou d'un administrateur afin de contrôler la dette, en cas d'emprunt significatif (IFA, 2015). Le choix traditionnel se fait entre conseil d'administration (*hands on*, actif, responsabilité plus élevée) et conseil de surveillance (*hands off*, passif, responsabilité moins élevée). Il est nécessaire de faire la distinction entre les domaines d'intervention des conseils d'administration, qui ont tous pouvoirs de décision, et des conseils de surveillance, qui surveillent et autorisent (France Invest, 2018).

Parmi les clauses relatives à la gouvernance auxquelles il faut faire attention, on peut citer également celles liées à la nomination des membres du comité stratégique et leur révocation, le contrôle des dirigeants, la non-concurrence obligeant le dirigeant ou l'actionnaire qui abandonne son poste au sein de l'entreprise, l'engagement de tout nouvel actionnaire aux dispositions du pacte (qu'il doit ratifier sous condition suspensive) et les majorités requises pour les prises de décisions clés. Il faut être très vigilant également vis-à-vis des clauses permettant la mise en place d'un bloc de contrôle d'actionnaires, qui peut entraver la formation de blocs de contrôle non désirés (IFA, 2015).

3.3 Négociation de la rentabilité attendue

La rentabilité est un point crucial à négocier lors de la levée de fonds. En effet, le taux de distribution de dividendes peut faire l'objet de négociation

au moment de l'entrée d'une société de capital-risque. De même, la capacité de l'entreprise à verser un dividende devient un enjeu primordial, car elle peut dépendre à la fois des perspectives de rentabilité et des besoins d'investissement de la firme. En général, les plus-values constituent un élément très important pour les investisseurs. Pour réaliser une plus-value significative, le prix de vente doit être largement supérieur au prix d'achat. Une entreprise qui affiche des résultats constants, bien que rentables, n'est pas considérée comme une bonne opération pour un investisseur. La rentabilité de l'investissement pour un investisseur est calculée généralement sous la forme du taux de rendement interne (TRI), variable prenant en compte le montant de la plus-value et la durée pendant laquelle l'investissement sera bloqué (Réseau Entreprendre, 2015).

Du côté de l'entrepreneur, la négociation lui permet de définir le montant du taux de distribution et les conditions de sortie de la société de capital-risque. D'une manière générale, plus les espérances de plus-value sont importantes, plus le pourcentage de contrôle cédé sera faible pour un même montant de capitaux investis (Schier, 2006).

Il convient de signaler qu'il existe d'autres points qui peuvent être négociés par les sociétés de CR, par exemple la possibilité des capital-risqueurs de bénéficier d'une communication régulière de l'information financière (*financial reporting*), qui permet du suivi continu de l'utilisation des fonds investis et de s'assurer que le plan d'affaires proposé par l'entrepreneur est effectivement respecté. Notons qu'il faut assurer un certain équilibre entre le besoin légitime de sécurisation de l'investissement et la nécessité pour l'entrepreneur de disposer de marge de manœuvre et d'une certaine confidentialité (Schier, 2006).

De surcroît, les capital-risqueurs peuvent imposer certaines contraintes financières et opérationnelles, par exemple l'obligation de non-diversification, l'obligation d'informer les capital-risqueurs en cas de réalisation des investissements dépassant un certain seuil et l'obligation de contrôle strict des budgets de trésorerie. Ces obligations ont comme objectif de

limiter la latitude managériale et de recentrer l'entreprise sur son plan d'affaires.

En général, les modalités de fonctionnement de l'opération de financement et la sortie de l'investisseur sont définies par un contrat (Burchardt et collab., 2016; Kaplan et Strömberg, 2005). Ce dernier porte sur trois principaux aspects d'investissement :

- Après la phase d'évaluation, les dispositions juridiques du contrat abordent les conditions d'entrée (clauses juridiques, valorisation de la participation, choix du mode de financement, etc.), qui déterminent la périodicité des rapports financiers et attribuent les mandats des parties concernées;
- Le contrat peut participer à la coordination de la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Cependant, il n'est pas suffisant pour anticiper toutes les situations potentielles de conflit entre les parties prenantes (Bessière et collab., 2020);
- Les clauses juridiques du contrat aident à préparer une stratégie de sortie afin d'éviter les conflits d'intérêts potentiels qui peuvent émerger au fil du temps (Burchardt et collab., 2016).

Il semble donc que la levée de fonds est soumise à une relation contractuelle qui nécessite beaucoup de vigilance de la part des capital-risqueurs et des dirigeants des sociétés cibles. Les conventions contractuelles peuvent renfermer un degré important d'asymétrie informationnelle. Par contre, après la levée de fonds, l'intervention active des capital-risqueurs à l'exploitation de leur société cible devrait atténuer le problème de l'aléa moral et contribuer à des apports cognitifs pour faire réussir le projet.

4. L'approche cognitive liée au financement par le capital-risque

Il existe une littérature économique importante qui met en évidence le rôle joué par les capital-risqueurs dans l'atténuation des conflits d'agence entre les entrepreneurs et les investisseurs. L'efficacité de ce rôle pourrait être due : aux mécanismes de sélection employés (Chan, 1983), à la surveillance active et aux conseils fournis

(Hellmann et Puri, 2000), aux incitations à la sortie (Bergloef, 1994), à la syndication de l'investissement (Admati et Pfleiderer, 1994) ou à la mise en scène de l'investissement (Hall et Lerner, 2010). Certains auteurs ont mis en exergue la valeur cognitive des actionnaires en tant qu'apporteurs de ressources cognitives (Charreaux, 2002a, 2002b, 2003) et contributeurs aux visions stratégiques (Martinet, 2002).

Le caractère cognitif est appréhendé comme « mode d'invention de nouvelles opportunités productives » et « comme moyen facilitateur de coordination et un outil pour réduire les coûts des conflits » (Charreaux, 2003, p. 9). De surcroît, Kaplan et Strömberg (2001) remarquent que, dans 50 % des cas étudiés¹, les capital-risqueurs désirent prendre part à la conduite de la firme; dans 14 % des cas étudiés, les capital-risqueurs participent à la politique de recrutement (surtout les managers); et plus du tiers contribue à la mise au point du plan d'affaires relatif au développement de l'entreprise.

Afin d'opérer sur son environnement et d'accroître son pouvoir sur les actionnaires, les dirigeants développent des stratégies et des politiques d'administration (Paquerot, 1997). Le comportement des dirigeants des sociétés financées par le CR peut être étudié en dehors des conflits d'intérêts et sous un angle dominé par la coopération et par la synergie, loin des raccourcis de l'opportunisme menaçant les intérêts des actionnaires.

Or, il ne faut pas toujours considérer les conflits cognitifs comme des obstacles organisationnels parce qu'ils peuvent aussi être utiles pour améliorer les négociations de discussion et pour générer des idées constructives (Junkus et Berry, 2015). Dans une opération de financement par le capital-risque, les dirigeants peuvent détenir des parts importantes qui leur permettent d'imposer leur choix de gestion lors des assemblées générales, surtout s'ils sont majoritaires. Ce pouvoir théorique d'imposition est relatif et les dirigeants peuvent être contrariés par les investisseurs, si les décisions de ces derniers contrecarrent les leurs (Stévenot, 2005).

La relation entre le capital-risqueur et l'entrepreneur peut donc être une relation d'apprentissage, où les parties prenantes sont considérées comme des acquéreurs de connaissances et de compétences (Weinstein et collab., 2012; Zidi, 2016). Ainsi, le capital-risqueur est voulu comme une source simultanée de financement et de contributions cognitives.

5. Les mécanismes de gouvernance : d'une approche disciplinaire vers une perspective cognitive

La gouvernance d'entreprise met en avant le comportement de l'entrepreneur (Charreaux, 1997). Il s'agit bien évidemment de l'ensemble des dispositifs, des processus, des réglementations, des lois et des institutions destinés à cadrer la façon dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée. La gouvernance d'entreprise permet de cadrer les droits et les intérêts des parties prenantes (Aguilera et collab., 2018).

Les mécanismes de gouvernance liés au financement par le capital-risque peuvent être contractuels (Burchardt et collab., 2016; Kaplan et Strömberg, 2005) ou organisationnels tels que le conseil d'administration (Bonnet et collab., 2017; Garg, 2013; Garg et Eisenhardt, 2017). Il s'agit des mécanismes pour cadrer le comportement de l'entrepreneur et pour réguler les interactions mutuelles. Selon la littérature, il semble que les mécanismes de gouvernance peuvent avoir diverses dimensions (Bessière et collab., 2020, 2021) :

- *Une dimension cognitive* : Elle s'incarne principalement sous forme d'apprentissage organisationnel;
- *Une dimension disciplinaire* : Elle vise l'atténuation des conflits d'intérêts;
- *La coexistence des deux dimensions en même temps* (Filatotchev et collab., 2005; Wallmeroth et collab., 2018).

Les capital-risqueurs ont recours également aux mécanismes d'incitation et de contrôle (audits préalables, clauses contractuelles, contrôle ex post par le biais de conseils d'administration, etc.) pour gouverner les éventuels conflits d'agence. Ils

adoptent une approche disciplinaire de la gouvernance par le biais de contrôles et d'incitations. Pourtant, les investisseurs en capital font appel aussi à l'approche cognitive, qui consiste à aider les dirigeants à acquérir de meilleures compétences managériales et à développer leur approche stratégique (Wirtz, 2011).

En général, les capital-risqueurs jouent un rôle important dans le soutien à la construction de

l'organisation interne (Hellmann et Puri, 2002). Selon Charreaux (1997), il existe divers mécanismes de contrôle et d'incitation qui s'emploient à la gouvernance des firmes soutenues par le CR. Ces dispositifs peuvent être scindés en mécanismes propres à la firme et en mécanismes non spécifiques. Chaque catégorie peut être inclinée en dispositifs intentionnels et en dispositifs formels volontaires (voir Tableau 2).

Type de mécanismes	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> - Système de rémunération - Clauses du pacte d'actionnaires - Contrôle par les salariés - Assemblée des actionnaires - Conseil d'administration 	<ul style="list-style-type: none"> - Environnement réglementaire et légal
Mécanismes spontanés	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle par les salariés - Culture d'entreprise - Réseaux de confiance informels - Réputation 	<ul style="list-style-type: none"> - Marché de travail - Environnement médiatique - Marchés de biens et services - Marchés financiers

Tableau 2 – Mécanismes de contrôle des sociétés soutenues par le CR
Source : Charreaux, 1997

Le tableau 3 présente une revue de la littérature synthétique et chronologique des principales études portant sur la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Il montre que cette relation peut être à la fois une source d'opportunités et de défis,

mais avec une confiance mutuelle et une capacité de travailler ensemble pour atteindre des objectifs communs. Cette relation peut donc devenir mutuellement bénéfique.

Auteurs	Résultats
Shepherd et Zacharakis (2001)	Les auteurs reconnaissent l'importance d'instaurer la confiance dans la relation capital-risqueurs et entrepreneurs, qui doivent équilibrer le niveau de contrôle et les mécanismes de renforcement de la confiance afin que le niveau optimal de confiance dans la coopération des partenaires puisse être atteint. Une communication ouverte et fréquente est un catalyseur pour les mécanismes de renforcement de la confiance.
Higashide et Birley (2002)	L'article montre que le conflit en tant que désaccord entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs peut être bénéfique pour la performance de l'entreprise. Néanmoins, si le conflit est une friction personnelle, il est négativement associé à la performance. Les conflits liés aux objectifs organisationnels ont des impacts plus graves que les conflits liés aux décisions politiques.
Van Dijk et collab. (2014)	Les auteurs ont mené une enquête auprès de six entrepreneurs. Ils constatent que la justice distributive, les procédures formelles, la justice informationnelle et la justice interpersonnelle sont des facteurs importants qui peuvent réduire les conflits et la violation des obligations et des droits.
Panda et Dash (2016)	Une étude qualitative a été menée sur 10 sociétés financées par le CR. Il s'avère qu'en présence des mécanismes relationnels, l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme sont très faibles aux premiers stades. Cependant, dans les stades avancés, les relations entre capital-risqueurs et entrepreneurs font face à des risques d'agence plus élevés et les parties prenantes font appel à des mécanismes de contrôle pour faire face à l'opportunisme.

Auteurs	Résultats
Panda (2018)	L'auteur explore la pertinence de la théorie de l'agence pour expliquer la relation entre capital-risqueurs et entrepreneurs à travers le cycle de vie de l'entreprise. Les résultats indiquent que les relations dans les phases avancées souffrent gravement des risques d'agence, tandis que les relations dans les premiers stades sont moins affectées.
Chidiac El Hajj et Chidiac (2022)	Une enquête menée auprès de 50 entrepreneurs dans l'industrie technologique et numérique montre que les obstacles rencontrés sont principalement liés à la gouvernance, aux risques et à l'asymétrie de l'information. L'étude révèle que plus la confiance est élevée, plus les récompenses sont importantes. Pourtant, les préoccupations concernant le contrôle de l'entreprise réduisent le niveau de confiance entre les deux parties. Outre la motivation pécuniaire, les auteurs soulignent l'importance de l'existence de la solidarité, de la compassion et de la moralité.

Tableau 3 – Revue de la littérature synthétique de la relation entre capital-risqueurs et entrepreneurs
Source : Revue de la littérature par les auteurs

La revue de la littérature montre que la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs peut parfois être complexe et ambivalente, car les parties prenantes ont des intérêts différents, mais souvent complémentaires. Puisqu'ils ont des exigences de performance élevées en ce qui concerne le retour sur investissement, les capital-risqueurs peuvent exercer une certaine pression sur les entrepreneurs pour atteindre des objectifs financiers spécifiques. De leur côté, les entrepreneurs peuvent éprouver des soucis de maintien de l'indépendance dans leur entité lorsqu'ils sont sous la pression de répondre favorablement aux attentes des capital-risqueurs.

Il est important aussi que les entrepreneurs fassent une diligence raisonnable lorsqu'ils recherchent un financement auprès d'un CR et qu'ils prennent en considération des implications à long terme de cette relation. En somme, la confiance est un élément crucial dans la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs, car elle permet de construire une relation solide et durable.

Conclusion

Ce travail contribue à l'enrichissement du débat sur la relation entre capital-risqueurs et entrepreneurs. Il présente une synthèse de la littérature relative au cadrage de ce type de relation, tout en présentant les spécificités du processus de la levée de fonds et les principales dispositions à négocier afin d'assurer une certaine protection des intérêts des parties prenantes. Notre analyse s'est basée sur une double grille de

lecture selon les deux approches juridico-financière et cognitive de la gouvernance.

Il semble que le processus de capital-risque renferme des relations mitigées entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Dans cette relation, le capital-risqueur cherche à orienter les projets financés vers des perspectives de réussite, tout en sécurisant son fonds d'investissement et en maîtrisant au maximum l'asymétrie d'information par la négociation d'un ensemble de conventions juridiques. De son côté, l'entrepreneur s'efforce de disposer d'une marge de manœuvre, tout en gardant une certaine confidentialité.

Cette relation mitigée peut parfois jouer un rôle indispensable dans la détermination du succès de l'investissement par la pratique du capital-risque. En effet, le niveau d'engagement des investisseurs en capital et les responsabilités de surveillance assumées dans la gestion de fonds existants peuvent influencer positivement les décisions d'investissement.

La revue de la littérature montre que les capital-risqueurs n'ont pas uniquement des impacts financiers, mais également des incidences organisationnelles et cognitives, qui peuvent chambouler l'organisation interne de la société bénéficiaire. En contrepartie de financement apporté, les capital-risqueurs entament la négociation de nombreuses clauses juridiques afin de limiter leur exposition au risque et de s'assurer que celui qu'ils acceptent de prendre ne sera pas majoré d'un risque d'opportunisme relatif au comportement des sociétés cibles.

De leur côté, les dirigeants des entreprises financées par le CR peuvent adopter un comportement qui dépasse l'angle traditionnel de l'opportunisme, lequel dissimule les intérêts des parties prenantes pour qu'il soit un comportement générateur de ressources cognitives et contributeur à la création

de valeur. Nous synthétisons la relation mitigée qui peut unir les capital-risqueurs et les entrepreneurs au fil du temps dans la figure 3.

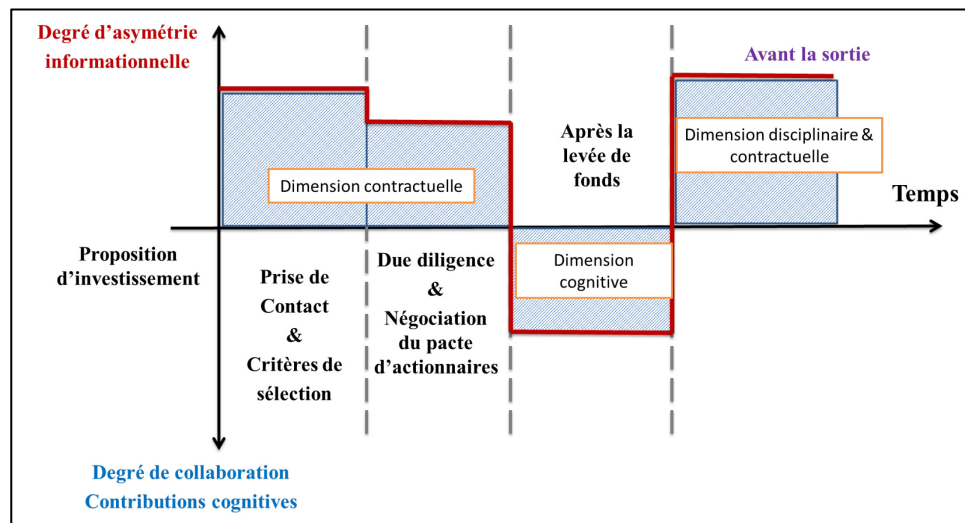


Figure 3 – Relation mitigée entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs au fil du temps

Cette présentation contribue à la compréhension de la manière dont la gouvernance d'une relation entre capital-risqueurs et entrepreneurs se structure progressivement en fonction de sa trajectoire de financement. Cette trajectoire spécifique exige différents mécanismes de gouvernance. Au cours du cycle de vie de financement, la gouvernance se met progressivement en place et se structure de plus en plus par les parties prenantes.

Les mécanismes de gouvernance couvrent les dimensions contractuelles, cognitives et disciplinaires. Le mode de gouvernance employé par les différents capital-risqueurs est influencé en grande partie par leurs caractéristiques individuelles (notamment cognitives : les expériences accumulées, les formations, les compétences et les connaissances acquises) ainsi que par leurs caractéristiques organisationnelles, institutionnelles et économiques (Bessière et collab., 2020).

Limites et pistes de recherche

En dépit des contributions scientifiques de cet article, il serait instructif de mettre en évidence certaines limites de notre recherche qui pourraient être amendées par des travaux ultérieurs portant sur la même problématique. La revue de la littérature s'est limitée à environ 30 articles scientifiques. Les futures recherches pourront élargir le nombre d'articles scientifiques pour approfondir la question de recherche. À cet égard, nous recommandons d'utiliser le logiciel VOSviewer ou d'autres programmes utilisés pour les recherches qualitatives afin d'explorer ce sujet et d'aboutir à des résultats pertinents.

En matière de pistes de recherche, nous proposons d'explorer les impacts des différences de genre, d'âge, de domaine d'activité et de culture afin de mieux assimiler les dynamiques de la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. Puisque ce type de relation est souvent considéré comme privé et confidentiel, cela peut constituer un obstacle pour les enquêtes empiriques.

NOTES

- 1 Kaplan et Strömberg (2000, 2001) ont effectué une étude empirique sur 14 sociétés de capital-risque engagées dans 213 investissements répartis sur 119 entreprises.
- 2 Les données présentées dans ce tableau proviennent de l'étude menée par Mishra et collab. (2017).

RÉFÉRENCES

- Admati, A. R. et Pfleiderer, P. (1994). Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *Journal of Finance*, 49(2), 371-402. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb05146.x>
- Aguilera, R. V., Judge, W. Q. et Terjesen, S. A. (2018). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 87-109. <https://doi.org/10.5465/amr.2014.0394>
- Andrusiv, U., Kinash, I., Cherchata, A., Polyanska, A., Dzoba, O., Tarasova, T. et Lysak, H. (2020). Experience and prospects of innovation development venture capital financing. *Management Science Letters*, 10(4), 781-788. http://www.m.growingscience.com/msl/Vol10/msl_2019_302.pdf
- Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC). (2010). *Rapports de l'association*. AFIC. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2022/03/Capital-Risque-guide-des-bonnes-pratiques-2010.pdf>
- Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC). (2012). *Rapport d'activité*. AMIC. https://www.grantthornton.ma/globalassets/markets/mar/publications/2012-le-capital-investissement-au-maroc_activitecroissance-et-performance.pdf
- Bergloef, E. (1994). A control theory of venture capital finance. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(2), 247-267. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036850>
- Bessière, V., Stéphany, E. et Wirtz, P. (2020). Crowdfunding, business angels, and venture capital: An exploratory study of the concept of the funding trajectory. *Venture Capital*, 22(2), 135-160. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1599188>
- Bessière, V., Stéphany, É. et Wirtz, P. (2021). Gouvernance et financement des firmes entrepreneuriales : nouvelles perspectives. *Revue française de gestion*, 299(6), 61-65. <https://doi.org/10.3166/rfg.2021.00569>
- Bonnet, C., Seville, M. et Wirtz, P. (2017). Genèse et fonctionnement du conseil d'administration d'une firme entrepreneuriale : le rôle des identifications sociales des administrateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, 20(3). <https://doi.org/10.4000/fcs.1980>
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D. et Singh, K. (2002). The impact of the institutional environment on the venture capital industry in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(3), 197-218. <https://doi.org/10.1080/13691060213712>
- Burchardt, J., Hommel, U., Kamuriwo, D. S. et Billitteri, C. (2016). Venture capital contracting in theory and practice: Implications for entrepreneurship research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(1), 25-48. <https://doi.org/10.1111/etap.12104>
- Chakir, K. (2018, 30 novembre). Maroc : pacte d'actionnaires et capital investissement. *Actualités du droit*. <https://www.actualitesdudroit.fr/browse/afrique/ohada/18013/maroc-pacte-d-actionnaires-et-capital-investissement>
- Chan, Y. S. (1983). On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information. *The Journal of Finance*, 38(5), 1543-1568. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03840.x>
- Charreaux, G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. Dans G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits* (p. 421-469). Economica.
- Charreaux, G. (2002a). Variation sur le thème : « À la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise ». *Finance Contrôle Stratégie*, 5(3), 5-68. https://www.researchgate.net/publication/4874967_Variation_sur_le_themeA_la_recherche_de_nouvelles_fondations_pour_la_finance_et_la_gouvernance_d%27entreprise
- Charreaux, G. (2002b). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue française de gestion*, 28(141), 75-107. <https://www.cairn.info/revue--2002-5-page-77.htm>
- Charreaux, G. (2003). Le gouvernement d'entreprise. Dans J. Allouche (dir.), *Encyclopédie des ressources humaines* (p. 628-640). Vuibert.
- Charreaux, G. et Wirtz, P. (2006). *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*. Economica.

- Cherif, M. et Dubreulle, S. (2005). *Création de valeur et capital-investissement*. Pearson Education.
- Chidiac El Hajj, M. et Chidiac, M. (2022). Exploring the relationships between entrepreneurs and venture capitalists: Control and trust. *Question(s) de management*, 39(2), 55-66. <https://doi.org/10.3917/qdm.219.0055>
- Chouraki, M. L. (2017). *Guide de la jeune entreprise innovante* (2^e éd.). Dunod.
- Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED). (2012). *Capital investissement au Maroc : guide pratique pour entrepreneurs*. AMIC. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diac_insurance2011d06_en.pdf
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10, 301-326. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00059-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00059-2)
- Dubocage, E. (2003). *Le capital-risque : un mode de financement dans un contexte d'incertitude* [Thèse de doctorat, Paris XIII]. Theses.fr. <https://www.theses.fr/2003PA131027>
- Dubocage, E. et Rivaud-Danset, D. (2006). *Le capital-risque*. La Découverte.
- Ettahri, Y. et Laachach, A. (2016). Specific financial constraints of innovative companies: Theoretical approach. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(11), 556-566. <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2016.11.002>
- Filatotchev, I., Chahine, S., Wright, M. et Arberk, M. (2005). Founders' characteristics, venture capital syndication and governance in entrepreneurial IPOs. *The International Entrepreneurship and Management Journal*, 1(4), 419-439. <https://doi.org/10.1007/s11365-005-4771-x>
- France Invest. (2018). *Rapports de l'association*. France Invest. <https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2022/06/FRANCE-INVEST-RA-2018.pdf>
- Freiburg, M. et Grichnik, D. (2012). Institutional investments in private equity funds: Social ties and the reduction of information asymmetry. *Venture Capitalist*, 14(1), 1-26. <https://doi.org/10.1080/13691066.2011.642147>
- García-Quevedo, J., Segarra-Blasco, A. et Teruel, M. (2018). Financial constraints and the failure of innovation projects. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 127-140. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2017.05.029>
- Garg, S. (2013). Venture boards: Distinctive monitoring and implications for firm performance. *Academy of Management Review*, 38(1), 90-108. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0193>
- Garg, S. et Eisenhardt, K. M. (2017). Unpacking the CEO-board relationship: How strategy making happens in entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 60(5), 1828-1858. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0599>
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. et Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. et Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>
- Gompers, P. et Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal of Financial Economics*, 55, 281-325. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00052-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00052-5)
- Guéry-Stévenot, A. (2006). Conflits entre investisseurs et dirigeants : une analyse en termes de gouvernance cognitive. *Revue française de gestion*, 164(5), 157-180. <https://doi.org/10.3166/rfg.164.157-180>
- Guez, G. (2015). Pacte d'actionnaires. *Revue francophone des laboratoires*, 474, 93-96. [https://doi.org/10.1016/S1773-035X\(15\)30207-0](https://doi.org/10.1016/S1773-035X(15)30207-0)
- Haidar, J. I. (2009). Investor protections and economic growth. *Economics Letters*, 103(1), 1-4. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2008.12.007>
- Hall, B. H. et Lerner, J. (2010). The financing of R&D and innovation. Dans B. H. Hall et N. Rosenberg (dir.), *Handbook of the Economics of Innovation* (vol. 1, p. 609-639). [https://doi.org/10.1016/S0169-7218\(10\)01014-2](https://doi.org/10.1016/S0169-7218(10)01014-2)
- Hellmann, T. et Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13, 959-984. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.4.959>

- Hellmann, T. et Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169-97. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00419>
- Higashide, H. et Birley, S. (2002). The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing*, 17(1), 59-81. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(00\)00057-4](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(00)00057-4)
- Institut Français des Administrateurs (IFA). (2015). *Formations*. <https://www.ifa-asso.com>
- Jain, B. A. (1999). Predictors of performance of venture capitalist backed organizations. *Journal of Business Research*, 52(3), 223-233. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(99\)00112-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(99)00112-5)
- Joshi, K. et Subrahmanya, M. B. (2015). Information asymmetry risks in venture capital investments: Strategies of transnational venture capital firms in India. *South Asian Journal Of Management*, 22(2), 36-60. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/information-asymmetry-risks-venture-capital/docview/1710600733/se-2>
- Junkus, J. et Berry, T. D. (2015). Socially responsible investing: A review of the critical issues. *Managerial Finance*, 41(11), 1176-1201. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2014-0307>
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2000). How do venture capitalists choose investments. *Working Paper, University of Chicago*, 121, 55-93.
- Kaplan, S. N. et Strömberg, P. (2001). Venture capitals as principals: Contracting, screening, and monitoring. *American Economic Review*, 91(2), 426-430. <https://doi.org/10.1257/aer.91.2.426>
- Kaplan, S. et Strömberg, P. (2005). Characteristics, contracts and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>
- Kollmann, T., Kuckertz, A. et Middelberg, N. (2014). Trust and controllability in venture capital fundraising. *Journal of Business Research*, 67(11), 2411-2418. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.02.008>
- Laachach, A. & Ettahri, Y. (sous presse). The effects of venture capital on firm innovation: The role of absorptive capacity. *International Journal of Business Innovation and Research*. <https://doi.org/10.1504/IJBIR.2021.10040201>
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. et Tuna, I. R. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>
- Latrous, I., Morency, M.-A., Ouedraogo, S. et Simard, J. (2017). La gouvernance d'entreprise au Canada : un domaine en transition. *Organisations & Territoires*, 26(1-2), 25-43. <https://doi.org/10.1522/revueot.v26i1-2.196>
- Lerner, J. et Nanda, R. (2020). Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn. *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237-261. <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>
- MacMillan, I. C., Siegel, R. et Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90011-4)
- Martinet, A.-C. (2002). L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique. *Revue française de gestion*, 141(5), 57-73. <https://www.caim.info/revue-francaise-de-gestion-2002-5-page-57.htm>
- Mishra, S., Bag, D. et Misra, S. (2017). Venture capital investment choice: Multicriteria decision matrix. *The Journal of Private Equity*, 20(2), 52-68. <https://doi.org/10.3905/jpe.2017.20.2.052>
- Montresor, S. et Vezzani, A. (2021). Financial constraints to investing in intangibles: Do innovative and non-innovative firms differ? *The Journal of Technology Transfer*, 1-32. <https://doi.org/10.1007/s10961-020-09842-1>
- Mougenot, G. (2002). *Tout savoir sur le capital-risque*. Gualino Éditeur.
- Panda, S. (2018). Adequacy of agency theory in explaining the venture capitalist-entrepreneur relationship: A firm life-cycle perspective. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 34(3), 309-329. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2018.092745>
- Panda, S. et Dash, S. (2016). Exploring the venture capitalist-entrepreneur relationship: Evidence from India. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(1), 64-89. <https://doi.org/10.1108/JSBED-05-2013-0071>

- Paquerot, M. (1997). *Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle*. Dans G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits* (p. 105-138). Economica.
- Pérez, R. (2016). La gouvernance de l'entreprise. Dans J.-M. Saussois (dir.), *Les organisations : état des savoirs* (p. 215-222). Éditions Sciences Humaines.
- Rédís, J. (2006). Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 5(1), 73-89. <https://doi.org/10.3917/entre.051.0073>
- Rédís, J. (2008, 1^{er} juillet). *L'influence des caractéristiques du business model sur la trajectoire de développement des entreprises nouvelles : le cas des start-up françaises de TIC*. Journée de recherche Entrepreneuriat et Stratégie de l'AIMS, Bordeaux (France).
- Réseau Entreprendre. (2015, 28 juillet). Selon quels critères les investisseurs analysent-ils les projets? *Les Échos exécutives*. <https://business.lesechos.fr/outils-et-services/guides/guides-levée-de-fonds/selon-quels-criteres-les-investisseurs-analysent-ils-les-projets-200225.php>
- Schier, G. (2006). Capital-risque : le mode d'emploi de la négociation. *L'Expansion Management Review*, 120(1), 66-69. <https://doi.org/10.3917/emr.120.0066>
- Sharma, A. K. (2015). Venture capitalist's investment decision criteria for new ventures: A review. *Procedia: Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.03.195>
- Shepherd, D. A. et Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: Control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 129-149. <https://doi.org/10.1080/13691060110042763>
- Smida, A. et Mezrioui, W. (2015). Capital risque : un essai de typologie des acteurs à partir de leurs stratégies d'action. *Entreprendre & Innover*, 25(2), 21-34. <https://doi.org/10.3917/entfin.025.0021>
- Stévenot, A. (2005). La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation capital investisseur-dirigeant [Thèse de doctorat, Université Nancy 2]. Hal-Ul. <https://hal.univ-lorraine.fr/tel-01776654>
- Streletzki, J. G. et Schulte, R. (2013). Start-up teams and venture capital exit performance in Germany: Venture capital firms are not selecting on the right criteria. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 26, 601-622. <https://doi.org/10.1080/08276331.2014.892310>
- Van Dijk, E., Schrevel, L., van Stormbroek-Burgers, R. et Blomme, R. J. (2014). How to create an effective venture capitalist-entrepreneur relationship: An entrepreneur's perspective. *SAGE Open*, 4(4). <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/2158244014553602>
- Wallmeroth, J., Wirtz, P. et Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), 1-129.
- Weinstein, A., Barrett, H. et Balloun, J. L. (2012). Creative climate: A critical success factor for 21st century organisations. *International Journal of Business Innovation and Research*, 6(2), 202-219.
- Wirtz, P. (2011). The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms. *European Management Journal*, 29(6), 431-447. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2011.06.004>
- Zidi, A. (2016, mars). *L'impact du partenariat capital risquéur-entrepreneur dans la création de valeur : une synthèse de la littérature*. 5^{es} Journées internationales de la recherche en sciences de gestion, ATSG, Hammamet-Sud (Tunisie). <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01270332/document>