



HAL
open science

Étude des relations entre capital-investisseurs publics et privés en France : une approche qualitative

Jonathan Labbé

► **To cite this version:**

Jonathan Labbé. Étude des relations entre capital-investisseurs publics et privés en France : une approche qualitative. 9ème colloque AIRMAP, L'entrepreneuriat : quels défis du management public ?, Oct 2020, Montpellier, France. <hal-03000096>

HAL Id: hal-03000096

<https://hal.science/hal-03000096v1>

Submitted on 16 Nov 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Etude des relations entre capital-investisseurs publics et privés en France : une approche qualitative.

Abstract

Cette recherche vise à comprendre l'étude des relations entre capital-investisseurs publics et privés en France et leurs effets sur l'innovation des entreprises. La revue de littérature, qui prend appui à la fois sur l'approche des partenariats public-privé (PPP), les théories de réseaux complexes et ressource based-view met en lumière le rôle complémentaire des mécanismes disciplinaires et incitatifs ainsi que l'échange de ressources spécifiques comme leviers de création de valeurs. Ces perspectives croisées avec l'approche d'hybridation organisationnelle nous permettent de construire un cadre cohérent explicatif du phénomène de syndication mixte et de la relation entre acteurs publics et privés. La méthodologie empruntée adopte une démarche qualitative à visée interprétativiste et s'appuie sur vingt-sept entretiens retranscrits intégralement. Notre analyse thématique de contenu assistée à l'aide du logiciel Nvivo indiquent que les relations entre capital-investisseurs publics et privés de nature formelle ou informelle, plus particulièrement dans un contexte de syndication, à un niveau national ou régional, sont représentatives d'une démarche « économique-cognitive » de réseau et d'innovation. Par ailleurs, si certains acteurs conservent des traits caractéristiques observables dans leurs interventions auprès des entreprises et dirigeants, le contexte de syndication révèle une hybridation organisationnelle des acteurs publics et privés. Celle-ci permettrait à l'acteur privé de tirer avantage de la répartition des richesses lorsque l'entreprise développe son innovation. Enfin, nous pouvons identifier un processus de quête de légitimité de la part de l'acteur public caractérisé par son rôle de contrôle au sein du partenariat public-privé (Beuve and Saussier, 2019).

Mots clés : Capital-Investissement, partenariats public-privé, Syndication, Innovation, Gouvernance.

Classification JEL : G24, O32, O3, G3, M13.

Jonathan LABBÉ.
Doctorant en Sciences de Gestion.
Laboratoire CERFIGE (EA 39 42)
Université de Lorraine.
Jonathan.labbe@univ-lorraine.fr

1 Introduction.

Le financement de l'innovation implique un haut niveau d'incertitude. Dans cet environnement, les entreprises à fort potentiel de croissance éprouvent des difficultés à se financer. Dès la fin de la seconde guerre mondiale, le capital-investissement apparaît alors pour les firmes non cotées comme une alternative au schéma bancaire classique (Andrieu et Casamatta, 2015). En effet, ce modèle se caractérise par sa capacité à attribuer aux porteurs de projets, des ressources techniques, technologiques, managériales et financières. À la suite d'un processus de sélection et en contrepartie de l'octroi de fonds propres, les investisseurs recevront « un gain aléatoire complété par un rendement en dividende » (Wright, 2002, page 283). De son côté, l'entrepreneur devra garantir la mise en œuvre de relations de coopération pour accéder à de nouvelles ressources (Pfeffer et Salancik, 1978 ; 2003). Par conséquent, les investisseurs et les entrepreneurs constituent le socle de relations qui initient les fondements d'une transaction matérialisée par le capital financier et humain. C'est donc logiquement vers cette perspective que l'étude des interactions entre acteurs s'est orientée (Dubocage et Rivaud-Danset, 2002 ; Bonnet, 2005 ; Guéry-Stévenot, 2006 ; Barneto et Chambost, 2014 ; Dubocage, 2016). Pour autant, en observant le développement de ce mode de financement en France, nous pouvons, pour plusieurs raisons, nous interroger sur la perspective d'autres relations : celles des capital-investisseurs (CI) publics et privés.

La première concerne la structure spécifique du modèle de capital-investissement français. Celui-ci a été « développé sous l'impulsion des pouvoirs publics et sous une logique d'innovation publique » (Stévenot, 2005, page 27). Il constitue un maillage territorial où la présence d'acteurs publics et privés s'entrecroisent à un niveau national et/ou régional. De la sorte, les interactions entre ces acteurs et également avec d'autres agents peuvent contribuer à la création de réseaux d'innovations favorisant les échanges collaboratifs, le partage d'informations et/ou de compétences (Ferrary, 2006).

Dans un second temps, l'aversion au risque des investisseurs français représente une des motivations qui encourage les opérations de co-investissement (Desbrières, 2015). Ce phénomène identifié comme la syndication peut être composée d'acteurs homogènes, uniquement privés ou publics, ou peut être mixte, c'est-à-dire qu'elle comprend à la fois des investisseurs publics et privés. En 2019, la proportion des financements par syndication en

France¹ est d'environ 60% contre 37% au Royaume-Uni. Ce dispositif spécifique qui est davantage adopté en France, fait l'objet d'une attention particulière au sein de la littérature existante notamment pour l'observation des effets de ses financements sur l'innovation des entreprises. Les analyses réalisées sont majoritairement des études quantitatives (Leleux et Surlémond, 2003 ; Cumming, 2007 ; Bertoni et Tykvová, 2012 a ; 2015 ; Brander, Du et Hellmann, 2015 ; Cumming et Li, 2013 ; Pierrakis et Saridakis, 2017 ; Cumming, Grilli et Murtinu, 2017 ; Trabelsi, Shiri, et Özaygen, 2019 ; Awounou-N'Dri et Boufaden, 2020). L'étude des relations entre CI publics et privés trouve sur ce point une justification spécifique au regard des conclusions obtenues qui indiquent que le modèle de financement par syndication mixte semble être le plus efficace, en particulier lorsque le chef de file est un CI privé (Bertoni et Tykvová, 2012a ; Pierrakis et Saridakis, 2017).

Enfin, il existe peu d'études qui s'intéressent aux interactions entre investisseurs (Ferrary, 2006, 2010; Ferrary et Granovetter, 2017). Et cela, malgré les spécificités qu'incarnent les acteurs publics et/ou privés dans la construction et le développement du capital-investissement. A ce jour, une seule analyse tente de comprendre et d'appréhender les effets des relations entre CI publics et privés à un niveau régional (Pierrakis et Saridakis, 2019).

Tout comme pour la relation investisseur-dirigeant nous pensons que la relation entre CI publics et privés est bâtie sur des interactions formelles et informelles. En outre, cet ensemble est marqué par une forte asymétrie informationnelle. Par conséquent, cette situation peut révéler des comportements opportunistes et/ou déboucher sur conflits entre acteurs (Guéry-Stévenot, 2006). Dans le cadre d'une syndication, ce contexte peut mener à un point de non-retour avec comme éventualité la rupture des relations et l'éviction d'un des partenaires. D'autre part, nous considérons que la relation entre CI publics et privés peut permettre l'identification de mécanismes ou de processus qui pourraient favoriser l'innovation des entreprises. Ainsi, l'objectif de notre article peut se définir de la manière suivante : *Comment caractériser et définir les enjeux de la relation entre les capital-investisseurs publics et privés et leurs effets sur l'innovation des entreprises ?*

Pour l'étude des interactions entre CI, nous proposons de mobiliser dans un premier temps, l'approche des partenariats public-privé (PPP). Cette perspective nous permettra

¹ Source European Venture Capital Association, rapport 2019.

d'établir une corrélation sur le rôle des acteurs en situation de partenariat « stratégique ». De cette manière, nous tenterons d'identifier les mécanismes incitatifs et/ou « disciplinant » de la relation. Nous souhaitons également prolonger cette démarche en s'appuyant sur la théorie resource based-view. De cette façon, nous soulignerons l'importance de la dimension de « la conception de la valeur qui renvoie à la notion d'avantages concurrentiels et de ressources distinctives (valeur substantielle) » (Stévenot, 2006). En effet, la performance des entreprises et leur capacité à innover va dépendre de l'ensemble des ressources spécifiques détenues par la firme (Pfeffer et Salancik, 1978). Par conséquent, les interactions entre CI publics et privés au sein de réseaux complexes pourraient favoriser l'obtention de ces ressources et accorder un avantage concurrentiel à l'entreprise (Ferrary et Granovetter, 2017).

Cette recherche revêt un caractère original puisqu'elle constitue la première étude qualitative réalisée sur les relations entre CI publics et privés en France. Nous avons pour cela, réalisé 27 entretiens semi-directifs auprès d'acteurs de réseaux d'innovation identifiés comme étant : les CI publics et privés, les directeurs de recherche et développement, les dirigeants d'entreprises ainsi que les conseillers en innovation. Notre étude a pour ambition de mettre en lumière le caractère spécifique des acteurs publics et privés au sein de ces interactions. De cette manière, nous effectuerons une proposition de définition de la relation. Nous devons également prendre en considération la survenance d'autres phénomènes issus de ces échanges. En identifiant l'effet d'éviction comme l'un d'entre eux, nous mettrons en avant une mise à jour de la définition ce concept. Par ailleurs, l'analyse des relations entre acteurs publics et privés peut également contenir des pistes de réflexion pour les pouvoirs publics. Enfin, cette recherche peut présenter certaines limites. Il semble que pour mesurer les effets de ces relations sur l'innovation des entreprises, une étude quantitative soit également nécessaire.

Notre analyse thématique de contenu assistée à l'aide du logiciel Nvivo indiquent que les relations entre CI publics et privés de nature formelle ou informelle, plus particulièrement dans un contexte de syndication, à un niveau national ou régional, sont représentatives d'une démarche « économique-cognitive » de réseau et d'innovation. Par ailleurs, si certains acteurs conservent des traits caractéristiques observables dans leurs interventions auprès des entreprises et dirigeants, le contexte de syndication révèle une hybridation organisationnelle des acteurs publics et privés. Celle-ci permettrait à l'acteur privé de tirer avantage de la répartition des richesses lorsque l'entreprise développe son innovation. Enfin, nous pouvons identifier un

processus de quête de légitimité de la part de l'acteur public caractérisé par son rôle de contrôle au sein du partenariat public-privé (Beuve et Saussier, 2019).

La plan de notre article s'organise de la manière suivante, dans une première partie nous présenterons les étapes de la relation entre CI publics et privés (3.2). Puis nous introduirons le contexte des relations en identifiant deux phénomènes spécifiques : l'effet d'éviction et le financement par syndication (3.3). Pour terminer, nous présenterons le choix d'une méthodologie qualitative (3.4) ainsi que les résultats et conclusions (3.5) de cette recherche.

2. Les étapes de la relation entre capital-investisseurs publics et privés : Du partenariat public-privé à la théorie des réseaux complexes.

Dans une étude menée aux États-Unis, Ferrary (2006 ; 2010), précise que les relations entre CI ne sont régies par aucun contrat. Elles sont de nature informelle et s'inscrivent dans un contexte géographique distinct. En outre, cet environnement favorise le développement de normes qui ont pour origine les actions entre CI. Pour illustrer ce fait, Ferrary (2006), propose d'analyser le caractère implicite des échanges entre acteurs d'une syndication. A l'aide de la théorie du don (Mauss, 1930), il démontre que le respect de conditions entre investisseurs s'effectue sous peine d'exclusion d'un réseau. D'une certaine manière, ces mesures contribuent à maintenir l'équilibre des relations. Cependant, elles n'ont pas pour vocation de résoudre l'ensemble des problématiques rencontrées par les acteurs. Le cas des CI publics et privés qui interviennent dans la dynamique d'innovation ouvre ainsi de nouvelles perspectives. Dans cette étude, nous souhaitons éclairer la nature de ces interactions. Au moyen de l'approche des partenariats public-privé (PPP), nous aimerions offrir les clés de lecture quant à l'identification de mécanismes incitatifs et à la définition des enjeux de ces investisseurs au sein de la syndication (3.2.1). L'un des objectifs sera de vérifier si les acteurs bénéficient d'incitations qui pourraient avantager le développement de l'innovation des entreprises. Le cadre de cette analyse repose sur un écosystème composé d'une multitude d'acteurs hétérogènes. Une spécificité qui justifie le caractère complexe des réseaux (Le Moigne, 1990). Par conséquent, nous nous appuierons dans un second temps sur cette approche pour déterminer les attributs de la relation au niveau national et régional (3.2.2).

2.1. Approche des partenariats public-privé : une définition commune de la relation.

La problématique des relations entre CI publics et privés peut être clarifiée par l'approche des PPP en plusieurs points. Tout d'abord, la nature publique-privée de la relation au sein du cadre dynamique de l'innovation peut présenter une dimension spécifique. En effet, ce contexte rend possible la définition d'un objectif commun pour chacun des acteurs en particulier dans le cadre d'un financement par syndication. Si les logiques des différents CI peuvent diverger selon leurs ambitions, création d'emplois, performance financière et/ou innovation, la capacité de l'entreprise à innover reste la principale représentation partagée. Par conséquent, la question de l'innovation peut constituer un schéma qui oriente les interactions entre investisseurs vers une logique partenariale. Dans cet exemple précis, on peut s'attendre à l'instauration d'un rapprochement dont les acteurs souhaitent tirer profit, bénéficiant à la fois aux CI publics et privés. Cette situation peut refléter une première incitation pour l'acteur public où le manque de compétence peut symboliser une des premières raisons au recours à ce type de partenariat (Beuve et Saussier, 2019). En particulier dans les domaines où les investisseurs privés bénéficient d'expériences et de connaissances. Ainsi, le CI public pourrait pallier un manque d'expertise technique ou technologique grâce à la syndication mixte.

Toutefois, ce contexte peut présenter un risque d'asymétrie informationnelle. Dans cet exemple, le CI qui possède les compétences a la capacité d'utiliser une rente informationnelle en vue de maximiser ses intérêts. De cette manière, l'investisseur peut réduire son implication et adopter une démarche passive au sein de la syndication. Cette situation peut donc aboutir à un comportement opportuniste qui se présente généralement sous deux formes : l'aléa moral ou le risque de sélection adverse (Beuve and Saussier, 2019). Des mécanismes de contrôle et de surveillance ainsi que des mécanismes incitatifs peuvent « discipliner » cette conduite. Ainsi, certains contrats peuvent prévoir la divulgation et l'échange d'informations au sein d'une syndication (Admati et Pfleiderer, 1994 ; Bygrave, 1988). Ce qui, toutes choses égales par ailleurs, accorde une perspective formelle à la relation entre CI. D'autre part, le CI minoritaire pourra procéder à l'établissement de mécanismes de contrôle de nature intentionnelle (Girard, 2001) ou spontanée (Charreaux, 1997). Admati et Pfleiderer (1994), montrent qu'un contrat prévoyant de conserver le même taux de participation dans les fonds propres au cours des différents tours de financement, peut neutraliser l'élan des CI à adopter un comportement déviant. De cette façon et grâce à la mise en place de ces dispositifs, l'actionnaire minoritaire s'efforcera de diminuer le déficit informationnel qu'il peut éprouver.

Cette première illustration révèle par ailleurs, une situation où le CI privé aurait également la capacité d'identifier des incitations relatives à la constitution d'un co-investissement avec l'acteur public. Il s'agit pour ce cas, d'incitations qui peuvent être qualifiées d'interdépendantes. L'effet de réputation, la prise de contrôle d'une syndication et la question de la répartition des richesses présentent des conditions spécifiques de la relation entre CI (Wright et Lockett, 2003). Ainsi, le CI privé peut tirer avantage du manque de qualification ou d'expérience de l'investisseur public pour obtenir une forme de reconnaissance par les autres acteurs et bénéficier d'un effet de réputation. Ce dernier, peut conduire le capital-investisseur privé à accéder à une position de leader d'une syndication. Dans ce contexte, la relation entre CI publics et privés pourrait s'engager dans un processus de long terme permettant la diminution de coûts d'agence et de contrôle (Gupta et Sapienza, 1992). Par ailleurs, la réputation du CI pourrait conditionner son accès au renouvellement de flux futurs et à la participation à d'autres financements en syndication (Desbrières, 2015). La récurrence des tours de financement pourrait alors contribuer à éviter les comportements opportunistes. En effet, selon Stévenot-Guéry (2007, page 142), « le caractère dynamique et répétitif des tours de table » peut favoriser le gain de confiance et de réputation au sein d'une syndication. En outre, « cette situation peut encourager les parties à partager leurs informations et à rechercher des solutions coopératives lorsqu'elles font face à des contingences non anticipées » (Beuve et Saussier, 2019, page 57). En tant que chef de file d'une syndication, le CI privé pourrait voir ses efforts récompensés en détenant une participation plus élevée en comparaison aux investisseurs minoritaires (Lockett, Murray, et Wright, 2002). Cette perspective des profits futurs peut constituer une incitation supplémentaire qui, dans ce cadre, peut avoir un effet disciplinant. Cette condition pose également la question de la répartition des richesses qui dans cet exemple pourrait bénéficier au CI privé.

Les résultats de l'étude de Leiringer (2006), démontre que les PPP peuvent acquérir une stabilité en réunissant les quatre conditions suivantes : la liberté de conception, le travail en collaboration, le transfert des risques, et l'engagement à long terme. Ainsi, les partenariats public-privé seraient susceptibles d'offrir des incitations et un environnement favorable au développement de l'innovation. Nous pouvons établir le rapprochement entre ces modalités et les motivations au recours du financement par syndication mixte. En effet, selon Desbrières (2015, page 3), « trois théories explicatives de la décision de co-investissement par les CI peuvent être mobilisées. La première, traditionnelle, est dérivée de la théorie financière et voit

la syndication comme un mode de partage des risques via la diversification du portefeuille des capital-investisseurs (Smith et Smith, 2000). Pour la seconde, issue de l'approche fondée sur les ressources (ou resource-based view), cette pratique peut être considérée comme une réponse des CI au besoin d'acquérir ou de partager l'information pertinente dans la sélection et la gestion de leurs investissements en fonds propres (Bygrave, 1987 ; 1988 ; Brander, Amit, et Antweiler, 2002). Le co-investissement a ici un rôle cognitif. Dans une perspective complémentaire, qui se réfère autant à l'approche « ressources » qu'à l'approche financière, le co-investissement peut être considéré comme un moyen d'accroître leurs flux d'affaires (Lockett et Wright, 2001 ; Sorenson et Stuart, 2001). » Roumboutsos et Saussier (2014), constatent également que les acteurs privés possèdent une incitation à innover quand le risque géré par ces derniers est relativement faible. Le CI privé peut de cette manière, opter pour des interventions dans des tours de table plus tardifs afin de diminuer le risque et augmenter les chances de rentabilité en contrepartie de l'investissement réalisé. Pour résumer, les relations entre CI publics et privés se présentant sous la forme d'une syndication mixte fondée sur un modèle de partenariat public-privé caractérisé par certaines conditions spécifiques, favoriserait et faciliterait l'innovation des entreprises.

Selon Carbonara et Pellegrino (2020), les études menées sur les caractéristiques des PPP et de l'innovation ne permettent pas d'appréhender les attributs qui expliquent cette relation. Afin de comprendre et de déterminer la structure des PPP qui permet de favoriser l'innovation, les auteurs définissent huit hypothèses (Annexe 1). En utilisant les brevets comme mesure de l'innovation, ils confirment qu'une structure où la présence et l'implication élevée de l'acteur privé constitue une organisation qui favorise le développement de celle-ci. Une des raisons qui pourrait justifier ce constat concerne la disposition de l'acteur privé à se focaliser sur sa production grâce à ses compétences techniques, technologiques ou financières (Beuve et Saussier, 2019). Le CI privé aurait la capacité d'orienter ses efforts afin de garantir l'obtention d'une innovation par l'entreprise. D'autre part, le CI public, en manque de compétence pourrait se concentrer sur une autre fonction comme celle du contrôle (Beuve et Saussier, 2019).

Dans un second temps, les auteurs précisent que plus les partenaires au sein du PPP sont nombreux, moins les efforts fournis par ces derniers seront importants. Dans ces circonstances, nous pouvons à nouveau faire le lien entre cette situation et l'attitude passive qui peut être adoptée par un CI. Pour justifier ce résultat, les auteurs avancent l'hypothèse d'un effet non significatif de la dimension de réseau sur l'innovation. Cette constatation nous pousse à nous

interroger sur la manière dont les réseaux d'acteurs du financement de l'innovation sont édifiés ou organisés afin d'en déterminer le rôle au sein des relations entre CI. En effet, nous avons constaté en amont que les réseaux respectent des normes facilitant l'équilibre des relations au sein d'une syndication (Ferrary, 2010). Pour apporter des précisions sur cet aspect, il convient dans un premier temps, d'établir une distinction entre les formes de relations entre CI. De cette manière, nous tenterons d'identifier si une spécificité géographique est liée à l'organisation et la constitution de cet écosystème. Pour y parvenir, notre approche reposera sur la théorie des réseaux complexes.

2.2. Approche des réseaux complexes : clefs d'une relation distincte au niveau national et régional.

L'approche par les réseaux complexes (Newman, 2003 ; Newman, Barabási et Watt, 2006) a pour objectif de comprendre et d'appréhender le rôle des multiples acteurs qui interviennent dans un écosystème. Dans notre étude concernant les relations entre CI publics et privés nous ne souhaitons pas réduire l'analyse des différentes interactions à ces seuls protagonistes. Nous faisons l'hypothèse que pour expliquer ou décrire un phénomène, plus particulièrement en contexte d'innovation, il semble essentiel de considérer « l'intervention de plusieurs agents caractérisée par la non-linéarité de leurs interactions » (Ferrary, 2010 ; Ferrary et Granovetter, 2017). Ces différents acteurs peuvent contribuer à la constitution de réseaux d'innovations et permettent au travers d'échanges collaboratifs, le partage d'informations ou de compétences (Ferrary, 2006). Pour autant, il est à noter que des dissemblances peuvent apparaître au sein des interactions en raison de contextes géographiques distincts. Pour cela, nous allons tenter de présenter les caractéristiques des relations entre CI d'un point de vue régional et national en France. Par la suite, nous proposerons une définition de la relation entre CI publics et privés.

En France, le financement des entreprises par capital-investissement s'est principalement « développé sous l'impulsion des pouvoirs publics et sous une logique d'innovation publique » (Stévenot, 2005, page 27). Plusieurs réformes ont été menées et ont contribué à l'édification d'un maillage territorial affichant à la fois une présence publique et privée. Ainsi, en 1985, la création des sociétés en capital-risque constitue une nouvelle étape. Pour soutenir l'innovation, l'État a « institutionnalisé le capital-risque comme mode de financement du développement de l'entreprise » (Stephany, 2001, page 65). Depuis 2013, c'est

un maillage territorial complexe qui s'est principalement structuré autour d'acteurs majeurs comme la banque publique d'investissement² (BPI) ou le groupe Caisse des Dépôts³. Un des rôles de la BPI est de maintenir et d'accroître les levées de fonds de la part du secteur privé. Une autre action consiste à se concentrer sur la professionnalisation de certains acteurs et activités au sein du capital-investissement. Par l'intervention de CI publics, l'État veut encourager le changement des mentalités en donnant une meilleure vision de l'entrepreneuriat. Ce plan est issu de volontés politiques afin de permettre des restructurations de l'activité économique au sein de différentes régions pour lesquelles les firmes publiques et semi-publiques de capital-investissement sont des acteurs essentiels (Leleux et Surlemont, 2003). Les banques ont également apporté une contribution à la construction du capital-investissement en France. Les différents établissements vont être présents localement et nationalement sur le territoire. Ils représentent un modèle en termes de performance et possèdent d'autres compétences spécifiques (due diligence etc..).

A l'échelle régionale, la présence des CI privés peut-être nuancée en comparaison au paysage national. C'est ce que démontre Pierrakis et Saridakis (2019), au sein d'une étude menée au Royaume-Uni. Les auteurs révèlent que dans un écosystème d'innovation régional, les capital-investisseurs publics sont davantage impliqués au sein du réseau avec les autres acteurs de l'innovation. Ces acteurs auraient tendance à mobiliser un plus grand nombre d'acteurs que les capital-investisseurs privés. Une première explication consiste à penser que le développement d'entreprises en phase de création nécessite plus d'interactions. En France, des différences peuvent exister entre régions en fonction du développement historique, économique et institutionnel de chacune. L'origine historique de l'augmentation des CI privés dans ces espaces est ainsi liée aux familles d'industriels qui avaient pour la plupart, constituées de grands groupes nationaux. Certaines firmes familiales ont participé à la mise en place de structures régionales privées ou à la création de sociétés de capital-investissement encore existantes. L'extension de l'industrie du capital-risque met en évidence les spécificités du modèle français et plus particulièrement de la présence d'acteurs publics et privés sur son territoire. Par ailleurs,

² La BPI, banque publique d'investissement a été créée le 1^{er} janvier 2013. Elle regroupe les entités, FSI régions, Oséo et CDC. Son objectif est de soutenir les PME, les ETI et les entreprises innovantes.

³ La Caisse des Dépôts et Consignations a été créée le 3 juillet 1816. A l'origine sa mission était orientée vers quatre axes prioritaires : les consignations, les dépôts volontaires, les fonds de retraite, les activités complémentaires. Elle contribuera à l'objectif de soutien à la croissance et aux territoires depuis les années 50. En 2013, elle compte la banque publique d'investissement parmi ses cinq métiers et récemment, en 2018, la banque des territoires. Elle représente un réseau de 35 centres opérationnels qui soutiennent principalement les financements de l'innovation en région.

d'autres protagonistes (dirigeants d'entreprises, directeur de recherche et développement, ingénieurs...) et structures hétérogènes (les centres de recherche et développement, les incubateurs, les organisations d'aide au développement des entreprises) participent et contribuent au soutien à l'innovation. En conséquence, certaines régions françaises peuvent laisser apparaître des réseaux où la multiplicité, la complémentarité et l'interdépendance entre agents peut faire naître des clusters innovants qui associent chercheurs, entrepreneurs et investisseurs (Saxenian, 1994). Un contraste géographique, en raison du regroupement de ces agents et de ces firmes peut être observé. Par conséquent, les relations entre CI ne s'inscrivent simplement en deux plans distincts, national et/ou régional. Elles s'accomplissent dans des territoires présentant une concentration entrepreneuriale, financière et sociale.

Il est à noter que la présence de CI dans des clusters peut créer de potentielles interactions avec d'autres agents au sein de ces mêmes réseaux, ce qui représente une dynamique caractéristique de l'innovation » (Ferrary et Granovetter, 2017, page 328). Porter (2000), définit le cluster comme une combinaison de relations concurrentielles et coopératives entre firmes co-localisées permettant un meilleur apprentissage. Il précise également que ces territoires sont supportés par les pouvoirs publics et fondés sur des réseaux sociaux plus ou moins formels (Leducq et Lusso, 2011). Toutefois, il ne faut pas voir le cluster comme trop ancré localement, car celui-ci peut être également internationalisé. Ainsi, la structuration de ces réseaux au niveau régional réalise une promotion de l'innovation grâce à la coopération et à l'apprentissage collectif au sein de ces derniers (Leducq and Lusso, 2011). Granovetter (1985), apporte une vision complémentaire où la dimension individuelle dans ces réseaux peut exercer des contraintes sur le processus d'innovation. La quête de reconnaissance, de statut ou de pouvoir est révélatrice des relations dyadiques entre acteurs et de l'encastrement de ces réseaux (Granovetter, 1985 ; Leducq et Lusso, 2011).

Pour comprendre l'établissement des relations entre CI au sein de réseaux, nous pouvons définir leur (s) rôle(s) et caractériser certaines fonctions spécifiques. Selon Ferrary (2010) ; Ferrary et Granovetter (2017), les interactions avec les autres agents permettent aux sociétés de capital-risque de soutenir les projets innovants et d'aboutir à un processus de création de valeur. Pour cela, ils identifient cinq fonctions principales réalisées par les CI au sein de réseaux complexes : le financement, la sélection, l'effet de signal, l'apprentissage collectif et l'enracinement.

À titre d'illustration, le processus d'évaluation d'une entreprise va constituer une dimension essentielle et répétée dans le fondement des relations entre CI. Il va s'inscrire en amont et/ou durant l'ensemble des tours d'investissements. Il constitue une condition nécessaire à l'établissement d'interactions formelles et informelles entre CI publics et privés et également avec d'autres agents. Grâce à ce procédé, un CI peut entrer en relation avec d'autres investisseurs afin d'obtenir des informations sur un projet, une entreprise, un entrepreneur, et/ou obtenir une expertise technique ou technologique. Cette situation peut favoriser le partage d'informations et le transfert de connaissance des agents (Kogut & Zander, 1992 ; Burkhardt, 2018). De la même manière, la création de nouvelles compétences se fait grâce à ce processus d'apprentissage au moyen des coopérations entre acteurs. Par ailleurs, cette étape offre la possibilité de former un partenariat ou une alliance stratégique entre sociétés de capital-investissement (Ferrary, 2010 ; Burkhardt, 2018). Ainsi, le processus d'apprentissage collaboratif peut faire naître des éléments de convergence susceptibles d'aboutir à un financement de l'entreprise par syndication. Par exemple, au cours du processus d'évaluation un investisseur bénéficiant d'une expertise industrielle reconnue par les autres acteurs est à même de les convaincre d'un financement par syndication. De cette manière, cette méthode peut être assimilée à « une condition » de l'envoi d'un signal à d'autres investisseurs (Akerlof, 1978). Une fois l'entreprise financée, les individus peuvent se conformer à un principe organisationnel qui se matérialise sous la forme de collaborations internes (Kogut and Zander, 1992). La phase d'accompagnement permet également d'approfondir l'étude des interactions entre investisseurs et notamment entre investisseurs/dirigeants. Cette étape apporte des précisions quant aux conditions de coopération entre acteurs. C'est également dans cette phase que les dimensions stratégiques, de confiance, de pouvoirs, d'enracinement ont une importance au sein des relations entre CI et CI/dirigeant. Pour Guéry-Stévenot (2006), c'est « dans les interactions entre l'actionnaire et le dirigeant que se forment les décisions et se jouent la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux ».

La théorie complexe des réseaux démontre son utilité pour comprendre et appréhender « la dynamique d'un réseau d'innovation constitué par une multitude d'agents dont les CI publics et privés constituent un socle robuste grâce à leur capacité d'anticipations et d'apprentissage qui soutiennent ce système » (Ferrary et Granovetter, 2017, page 339). Les fonctions caractéristiques des CI leurs permettent d'établir des relations formelles et informelles entre CI et d'autres agents et contribuent au processus de création de valeur. En effet, la mobilisation de réseaux pour collecter des informations peut définir un périmètre d'échange

des connaissances et de partages des ressources (Penrose, 1959 ; Ferrary, 2006). Pour conclure cette partie nous pouvons proposer la définition suivante des relations entre CI publics et privés: « Ensemble des relations formelles et/ou informelles entre capital-investisseurs hétérogènes, capital-investisseurs hétérogènes et agents qui facilite l'échange de ressources cognitives et financières et qui s'inscrit dans une dynamique d'innovation et un processus de création de valeur ».

Nous allons à présent aborder le contexte des relations entre CI avec une démarche fondée sur l'hybridation organisationnelle. De cette manière, nous tenterons de comprendre la survenue d'un phénomène spécifique : l'effet d'éviction (3.3.1). Nous mobiliserons par la suite, l'approche resource based-view afin de déterminer les conditions des leviers de création de valeur au sein d'une syndication mixte (3.3.2). Par conséquent, notre objectif sera d'appréhender le processus de création de valeur et de répartition des richesses au travers de ces interactions.

3. De l'effet d'éviction à la relation en syndication : perspective de l'approche d'hybridation organisationnelle et resource-based view.

L'asymétrie informationnelle au sein des relations entre CI publics et privés peut engendrer des conflits d'intérêts. Dans certains cas, ces désaccords peuvent être à l'origine de la survenance d'un phénomène de rupture des relations : l'effet d'éviction (3.3.1). Par ailleurs, des dissemblances institutionnelles provenant de traits caractéristiques des acteurs publics et/ou privés peuvent être à l'origine de cet effet. Dans cette partie, nous tenterons également de vérifier que les diverses ressources et capacités apportées au sein d'une syndication mixte, qui est ici considérée comme une forme d'organisation hybride, permettent de créer de la valeur (Borys et Jemison, 1989 ; Villani, Greco et Phillips, 2017).

3.1. Définition et présentation de l'effet d'éviction : cause et conséquence de la relation entre acteurs publics et privés.

La littérature existante définit l'effet d'éviction ou « *crowding-out* » comme l'absence d'investisseurs privés caractérisée par l'intervention publique (Spencer et Yohe, 1970 ; Aschauer, 1989). Au départ, ce phénomène a été étudié sous une dimension macroéconomique avec l'effet de la dépense publique comme facteur originel (Spencer et Yohe, 1970 ; Aschauer, 1989). Pour autant, des analyses ultérieures indiquent que ce processus peut se produire à deux niveaux : celui du marché et/ou de l'entreprise (Leleux et Surlemont, 2003 ; Cumming et MacIntosh, 2006 ; Brander, Du et Hellmann 2010 ; 2015 ; Cumming, Grilli et Murtinu, 2017). Selon Brander, Du et Hellmann (2015), « l'effet d'éviction au niveau de l'entreprise signifie que la société financée par le secteur public reçoit moins de fonds privés ». À ce jour, la littérature existante considère donc ce phénomène comme pleinement lié au capital financier et résultant de l'action du CI public.

Dans l'hypothèse de relations informelles et hors contexte de syndication. Il semble plausible qu'un investissement effectué par un acteur public puisse évincer, en partie ou totalement, la présence d'un capital-investisseur privé. D'autre part, si les conditions d'exclusion se déroule au niveau d'une entreprise, cette situation n'est pas forcément valable au niveau du marché. Ces premières constatations peuvent être considérées comme une première mise à jour de la définition de l'effet d'éviction. À ces circonstances, s'ajoute le contexte de relations formelles et informelles dans le cadre d'une syndication mixte. Sous ce postulat, l'effet d'éviction par suite de l'intervention financière d'un CI public ou privé est également valable.

Nous avons constaté en amont que la syndication mixte peut être considérée à l'égal d'un partenariat public-privé. Ainsi nous devons tenir compte que cette forme d'organisation hybride puisse favoriser et faciliter l'échange de compétences ou de connaissances (Mahoney, McGahan et Pitelis, 2009). Ces éléments fédérateurs de la relation entre CI peuvent dans des conditions inverses faire intervenir la notion de capital humain comme un facteur d'exclusion. En effet, nous pouvons imaginer que les interactions entre investisseurs puissent mener à des conflits au regard d'un manque de compétences techniques, technologiques, managériales ou financières. Dans ces circonstances, le CI public et/ou privé pourrait perdre sa réputation au sein du réseau d'innovation. En conséquence, l'effet d'éviction peut agir comme un mécanisme de rupture *ex ante* et *ex post* des relations entre capital-investisseurs publics et privés. À défaut de compétences,

cette situation pourrait également contraindre certains acteurs à un phénomène d'isomorphisme mimétique ou stratégique au sein de la syndication (Dubocage, 2006 ; Dubocage et Galindo, 2008). La complexité institutionnelle présente dans les PPP est issue des logiques d'organisations et d'acteurs comme les capital-investisseurs publics et privés (Villani, Greco et Phillips, 2017). Cette situation peut alors révéler des différences ou tensions au sein la syndication mixte considérée ici comme une organisation hybride. Ces disparités peuvent également être à l'origine de source de conflits, qui dans le cadre d'une syndication mixte peuvent être perceptible dans le comportement opportuniste d'un acteur ou dans les divergences concernant l'orientation des financements réalisés au sein de l'entreprise. Selon ces modalités, l'organisation hybride pourrait être à l'origine d'un effet d'éviction et concrétiser la rupture de relations entre capital-investisseurs publics et privés.

En tenant compte de l'ensemble des éléments présentés dans cette partie nous pouvons proposer la définition suivante de l'effet d'éviction : Le phénomène « *de crowding-out* » correspond à un effet temporel consécutif à l'intervention d'un acteur public ou privé sous la forme de capital financier ou humain et conduisant à une éviction partielle ou totale des acteurs publics ou privés au niveau de l'entreprise ou du marché.

Nous allons dans une seconde partie démontrer que les ressources au sein des relations entre CI publics et privés peuvent être un déterminant de la création de valeur. Pour cela, nous considérons que l'entreprise est ici contrainte et dépendante des investisseurs ou organisations qui contrôlent ces ressources (Pfeffer et Salancik, 1978 ; 2003).

3.2. La phénomène syndication : une justification de la mobilisation de ressources cognitives et financières.

Selon Villani, Greco et Phillips (2017), les conditions permettant la création de valeurs sont déterminées par la capacité des acteurs publics et privés à effectuer des choix stratégiques en tenant compte des spécificités organisationnelles et institutionnelles au sein du partenariat public-privé. Autrement dit, la mise en place de mécanismes de gouvernance disciplinaires et/ou incitatifs dans des phases ex ante ou ex post de la syndication mixte permettrait de réunir une situation favorable à la création de valeur. Ainsi, « l'innovation se retrouve encouragée dans la mesure où le contrôle stratégique est entre les mains de ceux qui ont les incitations et les

capacités d'allouer des ressources à des investissements incertains et irréversibles » (Miozzo et Dewick, 2002 ; Roumboutsos et Saussier, 2014, page 349).

En complément de cette approche, nous pouvons prendre en compte l'hypothèse que la performance de l'entreprise, ici représentée par l'innovation dépend des ressources et des compétences spécifiques générées au sein de la syndication mixte. Cette forme de partenariat public-privé constitue un type d'organisation hybride offrant des compétences et des ressources de valeur, rares et non substituables (Barney, 1991). Selon Stévenot-Guéry (2007, page 171), « l'existence de représentations divergentes au sein des syndications peut favoriser les progrès cognitifs et la découverte de solutions innovantes et pertinentes ». De cette manière, nous pouvons imaginer que la complexité des représentations des acteurs publics et privés au sein de la syndication constituent des ressources difficiles à obtenir, vendre, imiter ou remplacer accordant une valeur stratégique à ces dernières (Amit and Schoemaker, 2016). Partant de ce constat, l'entreprise peut être perçue comme un lieu où les connaissances individuelles sont transmises au moyen de phénomènes d'apprentissage et peuvent générer un avantage concurrentiel (Spender et Grant, 1996). Au même titre que les ressources cognitives, les ressources financières apportées à la suite d'un financement par syndication mixte peuvent améliorer les chances de l'entreprise d'aboutir à son projet d'innovation. De cette façon, la concentration des ressources obtenues pourra « garantir » la création de valeur et assurer l'identification d'opportunités et la neutralisation de menaces (Barney, 1991). De même qu'une relation de long terme permettrait à l'entreprise d'accumuler des ressources provenant de compétences en management, elles-mêmes issues de l'expérience des CI publics et privés (Penrose, 1959). C'est ce rassemblement de connaissances qui confère un processus dynamique à la relation entre capital-investisseurs publics et privés. Enfin le caractère hétérogène des ressources va permettre à l'entreprise d'acquérir un avantage compétitif durable (Penrose, 1959 ; Peteraf, 1993). Cette condition peut être réalisée par le fait que les acteurs publics et privés seront à même d'apporter des connaissances, compétences ou ressources financières variées. Toutefois, nous devons également prendre en compte les coûts de coordination qui peuvent être supportés par l'entreprise en raison de schémas cognitifs différents (Langlois, 1992). Néanmoins les processus d'apprentissage ou les transferts de compétences peuvent faciliter l'alignement des acteurs qui peut se révéler être avantageux pour l'entreprise.

Au terme de cette revue de littérature nous allons présenter les aspects méthodologiques de notre étude.

Pour expliquer et comprendre l'étude des relations entre capital-investisseurs publics et privés nous avons tout d'abord recherché à clarifier notre problématique identifiée et définie en amont (Trudel, Simard, et Vornax, 2006). Dans le contexte de cette analyse, une approche quantitative seule, ne permet pas d'appréhender les représentations des capital-investisseurs, en particulier au cours de leurs interactions. En effet, la recherche s'appuyant sur une méthodologie quantitative a pour vocation de mettre principalement l'accent sur les variables et non sur les acteurs (Dumez, 2016). Ainsi, le contexte de notre étude semble indiquer qu'il nous faut adopter une méthodologie qui « suppose que l'on voie les acteurs parler, agir, interagir coopérer et s'affronter » (Dumez, 2011, page 49). De cette manière, nous pourrions tenter de mettre en lumière les représentations des différents CI au sein des relations. C'est pourquoi nous avons fait le choix d'une méthodologie qualitative à visée exploratoire. Nous allons à présent introduire le contexte de notre analyse (3.4.1) et présenter les choix réalisés pour la collecte et le traitement de nos données (3.4.2).

4.1. Le choix d'une étude qualitative : contexte et présentation de l'étude.

Notre démarche de recherche qualitative est avant toute chose, liée à la volonté d'établir des rencontres avec des capital-investisseurs et d'initier des travaux concernant les acteurs publics et privés. Pour cela, nous avons dans un premier temps, participé à des réunions d'associations appartenant à des réseaux d'innovations afin d'observer les acteurs « penser, parler et interagir en situation » (Popper, 1979). L'objectif était de mobiliser, au même titre qu'une démarche commerciale, des contacts qui pourraient par la suite, concéder des recommandations d'autres acteurs. Nous avons également renouvelé ce processus au sein de la du réseau universitaire qui travaille sur les questions d'entrepreneuriat dans la région Grand Est.

Grâce à ce procédé, nous avons fixé trois premiers entretiens auprès d'investisseurs régionaux. L'objectif de ces rencontres était de faire évoluer notre grille de lecture quant à l'affinement de notre problématique et aux questions pouvant être mobilisées. En effet, la recherche « qualitative n'a de sens que si elle montre et analyse les intentions, les discours et les actions et interactions des acteurs, de leur point de vue et du point de vue du chercheur » (Dumez, 2016, page 15). C'est pourquoi nous avons décidé que cette phase introductive constituerait un processus exploratoire. Par ailleurs, ces rendez-vous nous ont convaincus de

collecter d'autres entretiens auprès de capital-investisseurs et auprès d'autres acteurs du réseau d'innovation. Afin de respecter les critères de variabilité et d'équilibre, plusieurs types de capital-investisseurs ont été considérés : les CI public, les CI privé, les CI parapublic, les CI semi-public et les CI semi-privé. À ces critères nous ajoutons la situation géographique de ces derniers : investisseurs régionaux ou nationaux. Ainsi que la taille, ou le type de fonds sélectionné. Nous avons également cherché à obtenir des entretiens avec des acteurs nationaux ou provenant d'autres régions. Pour cela, nous avons principalement mobilisés les réseaux sociaux (LinkedIn, slack). Les recommandations ont également été utiles sur ce point. Nous avons ensuite, chercher à identifier au sein de la littérature existante, les protagonistes essentiels au sein de réseaux d'innovation. Nous avons retenu : les dirigeants d'entreprise, les directeurs de centre de recherche et développement ainsi que les conseillers en innovation (Ferrary, 2010 ; Ferrary et Granovetter, 2017 ; Pierrakis et Saridakis, 2019). En ce qui concerne le choix du directeur de R&D et du conseiller en innovation. La littérature existante lie le concept d'innovation à plusieurs variables ou mesures de l'innovation (Hagedoorn and Cloodt, 2003). La R&D et les brevets sont les mesures principalement utilisés au sein de l'ensemble des analyses (Griliches, Hall et Pakes, 1991 ; Bertoni et Tykvová, 2015 ; Pierrakis et Saridakis, 2017 ; Awounou-N'Dri et Boufaden, 2020). Nous pensons que ces deux acteurs pourront préciser le rôle des acteurs publics et privés en lien avec ces variables. Quant au dirigeant, il pourra donner un aperçu de la fonction de chacun des investisseurs en situation ex ante et ex post à un financement. Dans notre échantillon, nous analyserons les cas des entreprises en phase de démarrage ou en phase d'accompagnement. La situation de ces entreprises peut nous permettre d'observer comment les investisseurs procèdent pour mobiliser leur(s) réseau(x) afin d'évaluer un projet. Les effets d'isomorphismes mimétiques ou d'apprentissages collaboratifs (Dubocage, 2006 ; Guéry-Stévenot, 2006), peuvent également apparaître dans ces premiers tours où les interactions entre investisseurs seront probablement plus nombreuses qu'à d'autres stades de financement. Cette phase nous mène jusqu'à la phase d'investissement où le CI peut choisir de financer seul ou en syndication l'entreprise. De cette manière, nous pouvons observer les relations entre acteurs en amont et durant le processus d'évaluation ainsi que pendant les phases d'accompagnement. Pour caractériser ce dernier point, il nous a semblé primordial de conduire des entretiens réunissant des CI publics et privés participant ou ayant participé à des co-investissements ou financements par syndications. En conséquence, ces entretiens peuvent être révélateur de jeux d'acteurs ou définir des conditions d'ententes ou de désaccords.

Pour répondre à notre problématique des entretiens semi-directifs ont été réalisés auprès d'une multiplicité d'intervenants. En mobilisant cette technique, nous souhaitons développer un échange et obtenir des développements spontanés de la part des différents protagonistes interrogés. L'objectif est également de recueillir les perceptions des acteurs dans un contexte donné, afin de récolter des données riches et variées offrant une puissance explicative des processus (Miles et Huberman, 2005). Nous avons donc mené 27 entretiens d'une durée d'une heure auprès d'acteurs nationaux et régionaux provenant de 8 régions : Auvergne-Rhône-Alpes, Bretagne, Grand-Est, Hauts-de-France, Île-de-France, Nouvelle Aquitaine, Pays de la Loire, Provence-Alpes-Côte d'Azur. Nous avons fait le choix de rencontrer les personnes interviewées sur leur lieu de travail. Ainsi, seize entretiens sur 27 ont été réalisés sur ce modèle. Parmi les 11 entretiens restants 8 ont été réalisés en visioconférence et 3 par téléphone. Les tableaux 1, 2, 3 et 4 présentent une synoptique des acteurs interrogés (Annexe 1).

4.2. Une analyse thématique de contenu assistée.

Pour mieux saisir et définir les enjeux des relations entre CI publics et privés et leurs effets sur l'innovation des entreprises, nous avons fait le choix d'interroger les acteurs du réseau d'innovation. Pour cela, nous avons menés des entretiens semi-directifs. Une retranscription intégrale a été effectuée pour chaque entretien et nous avons procédé à une analyse thématique de contenu assistée à l'aide logiciel NVIVO. En effet, notre approche se veut interprétativiste et propose une analyse du discours des acteurs dont la répétition d'expressions, de métaphores ou l'identification de certaines perceptions lors de situations spécifiques peuvent nous aider à identifier certains mécanismes spécifiques. Cette posture peut permettre de comprendre le sens donné par les acteurs à la situation dans laquelle ils se trouvent.

L'analyse thématique de contenu réalisée à l'aide du logiciel NVIVO nous a permis d'effectuer un traitement du « matériau indépendamment du cadre théorique de départ » au moyen d'un codage (Dumez, 2016, page 57). Cette technique a pour but d'éviter un risque de circularité. Pour notre étude, nous avons procédé à la segmentation du contenu de nos entretiens en unités d'analyse que nous avons intégrées « au sein de catégories sélectionnées en fonction de l'objet de recherche » (Averseng, 2011, page 377).

Nous allons à présent observer les résultats obtenus grâce à cette analyse.

Notre étude réalisée sur les interactions entre CI publics et privés, nous a conduit à effectuer des entretiens auprès d'autres acteurs de réseaux d'innovations afin de définir et caractériser les enjeux de cette relation et ses effets sur l'innovation des entreprises. L'analyse thématique de contenu semble définir cette relation comme une démarche « economico-cognitive » de réseau et d'innovation créatrice de valeur (3.5.1). Cette recherche met également en lumière les traits caractéristiques des acteurs publics et privés qui apportent certaines précisions sur la question de la répartition de la valeur créée. Toutefois, la complexité des représentations institutionnelles semble en contexte de syndication mixte constituer une forme d'organisation hybride favorisant l'échange de ressources et de compétences (3.5.2). Enfin, nous relevons que la dynamique de réseau d'innovation en France peut être marquée par un effet « Silicon Valley » où l'intervention de multiples acteurs en fait un réseau complexe. Dans ces conditions le rôle de l'acteur public peut se retrouver en quête de légitimité par ses actions de contrôles auprès d'autres agents (3.5.3).

5.1. Une démarche « economico-cognitive » de réseau et d'innovation créatrice de valeur au sein des relations et de l'entreprise

L'analyse des entretiens révèle que pour l'ensemble des agents interrogés, les relations entre capital-investisseurs publics et privés de nature formelle ou informelle, dans un contexte de syndication, à un niveau national ou régional, sont représentatives d'une démarche « economico-cognitive » de réseau et d'innovation. Selon Farrugia (2014), cette approche socio-anthropologique incarne une stratégie de capitalisation des savoirs qui confère une plus-value économique à l'individu qui les détient. Elle ne se limite pas à cette première perspective et peut également représenter une forme d'accumulation de ressources financières. L'objectif de cette capitalisation est « symptomatique de dispositions sociales incorporées à accumuler et à faire fructifier des entités individuelles ou collectives » (Farrugia, 2014, page 6). Au-delà du concept de thésaurisation, cette démarche singulière se fonde sur deux aspects fondamentaux. Le premier concerne le réseau, le second, l'innovation.

De manière générale, un capital-investisseur peut établir des interactions informelles pour obtenir des informations concernant un projet, un entrepreneur, un autre investisseur (Ferrary, 2006 ; 2010). Pour cela, il va mobiliser son réseau personnel et/ou professionnel qui peut être constitué, d'experts, de dirigeants, d'universitaires, d'investisseurs. Cette dimension de réseau sur lequel s'appuie le capital-investisseur public ou privé conserve une double

fonction. En particulier lorsque le CI décide d'investir seul : l'obtention et la circulation d'information. D'après **CIPri 2**, il est un usage fréquent d'effectuer ce qui est identifié dans les travaux de Ferrary, (2006) comme un don – contre don :

« on s'appuie sur le réseau pour bénéficier des informations, de la part d'un maximum d'investisseurs ou d'experts. S'il peut y avoir un cas complexe ou certains dossiers trop techniques on peut faire appel à des métiers qui nous donnent un avis d'expertise et circonstancié sur la technologie, on s'appuie sur le réseau externe tout comme d'autres investisseurs peuvent obtenir des informations de notre part en échange d'un service ».

Pour autant, cette démarche de réseau prend un sens particulier, dans le cadre d'un co-investissement ou d'un financement par syndication mixte (Pierrakis et Saridakis, 2019). Ce phénomène est observable aussi bien pour les CI nationaux et/ou régionaux. Toutefois, il peut être accentué le plus souvent en région et/ou par la proximité des investisseurs dans des zones de concentration économique et entrepreneuriale qui regroupent de nombreux acteurs de l'innovation. Ce processus adopté par les capital-investisseurs publics et privés se définit comme une approche « économique-cognitive » de la relation. Elle peut être initiée en amont, dès la phase de sélection et se matérialise par un partenariat public-privé sous la forme d'une syndication mixte. D'après **CIPub 7**, la relation entre capital-investisseurs publics et privés est fondée avant tout sur une démarche de réseau :

« Le gros avantage de ne faire que du co-investissement en public-privé c'est le réseau. Dans notre région l'essentiel de notre activité repose dessus. Quand je dis réseau d'investisseurs c'est un tout petit peu limitatif, on travaille en réseau. Et on a le gros avantage d'ouvrir des portes grâce au public-privé. C'est qu'on peut travailler de façon assez écuménique avec effectivement un certains nombres d'autres fonds d'investissements et avec lesquels on essaye d'être en bon terme. Je parle également des réseaux bancaires, expertise comptable, tous les gens qu'il peut y avoir... réseau consulaire et tous les gens qui peuvent être à un moment donné au contact avec une entreprise et en avoir une bonne perception et connaissance, on essaye vraiment de faire vivre ce réseau régional ».

En complément, la syndication mixte est également une approche « economico-cognitive » d'innovation. Le réseau permet aux acteurs en syndication de capitaliser les ressources financières et cognitives en vue de faire fructifier l'entreprise qu'ils financent. Pour y parvenir le concept d'innovation va alors devenir central. Il peut être identifié comme un mécanisme d'incitation à partager des ressources spécifiques dans une logique de création de valeur. Les fondements de la relations peuvent ainsi reposer en grande partie sur cet aspect. **CIPri 5** décrit cette démarche de la manière suivante :

« L'innovation c'est le critère déterminant. Nos amis de la CDC avec qui on investit, ils mettent des fonds avec nous uniquement dans cette logique. De toute façon, c'est la logique qui prévaut aujourd'hui. L'objectif c'est de faire un focus avant tout sur l'innovation avec nos dispositifs et nos business. Dans notre région, nous sommes vraiment à la recherche de l'accompagnement des start-ups, et donc la première partie pour pouvoir faire un co-investissement c'est d'être en phase avec un référentiel innovation que nous avons déterminée et qui permet de déterminer tout un tas de critères pour se dire ok c'est bien une société innovante on peut appeler la CDC ».

Les données présentées dans le tableau 1 indique que ce processus « economico-cognitif » constitue une démarche singulière à effet collectif qui se concrétise sous la forme d'une collecte financière et qui encourage la capitalisation des savoirs et des connaissances. Cette démarche s'effectue sous une logique de sens commun représentée par l'innovation et dont l'objectif principal est de « faire fructifier » l'innovation des entreprises. Toutefois, il semblerait que les investisseurs privés avec cette logique sous-entendent une rémunération future. Cet aspect dévoile un déterminisme stratégique où la capitalisation des savoirs et ressources financières, constitue une incitation à prendre le leadership de la syndication pour le CI privé. Cette précise prolonge le questionnement sur la question de répartition des richesses qui peut bénéficier pour ce cas également à l'investisseur privé.

« Il est vrai que quand on a de la monnaie et des experts autour de la table, on a intérêt à avoir des rapports collaboratifs plus plus. Du coup derrière nous on apporte quand même un fort intérêt à diriger le co-investissement avec dans l'idée ou une forte dominante à tout ce qui est partenariat-stratégique c'est vrai que pour nous du coup cela représente effectivement un partenariat financier et si l'entreprise peut atteindre la croissance comme prévue notre réseau en sera reconnaissant ». **CIPri 3**

Une approche « économique-cognitive » de la relation : des démarches, des acteurs et plus ?

Résultats Empiriques	Verbatim
La syndication mixte une démarche singulière à effet collectif...	« On investit assez rarement parce que nos relations avec le milieu des investisseurs privés font qu'on s'engage systématiquement avec eux et à faire appel à eux et à pas faire les dossiers tout seul, on veut un effet collectif sur ce qu'on finance » (CIPub 1) .
Sous la forme d'une collecte financière.	« Prenons l'exemple d'une entreprise qu'on a financé avec (CI Public 7) au premier tour. On a collecté les fonds dans notre réseau en s'engageant en co-investissement. La dirigeant a besoin d'un second tour et je m'y attendais, j'ai dit au dirigeant de sortir son bilan et de préparer un Business Plan rapidement. On a regardé la semaine dernière et cette après-midi, je l'emmène à (CI Public 7) et là c'est moi qui l'emmène directement pour déterminer la somme à réunir pour qu'on puisse travailler ensemble au deuxième tour, on travaille comme ça dans la région entre acteurs publics et privés » (CIPri 3)
Et d'une capitalisation des savoirs et des connaissances.	« En réalisant des co-investissements, on a une conjonction des compétences et des informations, on ne peut pas dire que nous avons une démarche scientifique mais plutôt financière, mais à force on commence à en connaître un peu plus tous ensemble et ça forcément quand on accumule, ça avantage l'entreprise qu'on a financé » (CIPri 1) .
Une logique de sens commun et une stratégie spécifique.	« On a je pense aussi cet espèce d'état d'esprit d'alimentation de confrontation des expériences, des idées, ces lieux quand même assez nombreux dans lesquels on peut partager et échanger. Tout cela à un moment donné nous offrent toute une série de regroupement pour investir ensemble et nous allier pour encourager le développement de l'innovation ». (CIPub 6)
Une démarche d'innovation avec un objectif de rémunération future.	« L'innovation c'est tout ce que fait l'entreprise différemment de ce qu'elle faisait avant et qui va lui permettre de gagner plus d'argent. Donc l'innovation c'est technologique, c'est managérial, c'est financier, c'est tout ce qu'on veut ... C'est tout ce qu'on fait différemment d'avant pour gagner plus. Moi j'aime bien cette définition et c'est notre manière de fonctionner» (CIPri 1) .

Nous avons constaté précédemment que le capital-investisseur privé pouvait développer un déterminisme stratégique où la capitalisation des savoirs peut constituer une incitation à prendre le leadership de la syndication. Cependant la démarche « economico-cognitive » implique une logique de sens commun et l'attente par les autres investisseurs d'un alignement des intérêts et des valeurs. Pour conserver sa réputation et sa légitimité au sein de la syndication, le capital-investisseur devra renoncer à cette prise de pouvoir (Charreire-Petit et Dubocage, 2018).

« Les valeurs partagées c'est une première raison c'est mieux lorsque nous sommes autour de la table de partager des bonnes pratiques et je pense que dans certaines situations qu'on est plutôt meilleur dès lors que nous on ne recherche pas à avoir le contrôle mais plutôt un à obtenir un partenariat collaboratif » CIPri 6.

En synthèse cette première partie montre que la relation entre capital-investisseurs publics et privés peut être définie et caractérisée comme une démarche « economico-cognitive » de réseau et d'innovation. La syndication mixte constitue le lieu d'une représentation partagée symbolisée par l'innovation où la capitalisation de ressources financières et cognitives peut être créatrice de valeur. A l'issue de cette première partie, nous devons appréhender les représentations des capital-investisseurs publics et privés hors et en contexte de syndication mixte.

5.2. Des traits caractéristiques et une hybridation organisationnelle.

Au sein des relations peuvent naître des perceptions liées aux spécificités des acteurs. Celles-ci peuvent être engendrées par un comportement, une action effectuée auprès d'autres acteurs au cours de relations formelles ou informelles. Notre analyse thématique de contenu montre que l'ensemble des acteurs du réseau d'innovation caractérisent les acteurs publics et privés selon des logiques distinctes. Ainsi, chez certains protagonistes cette situation peut engendrer une problématique d'alignement de schéma cognitif (Langlois, 1992). Nous avons tenté de classer ces traits caractéristiques selon les thématiques et logiques des différents intervenants. Par ailleurs nous faisons le lien avec les paradigmes définis par Osborne (2006) présentant qui regroupe la vision des différences entre secteur public et privé selon trois perspectives : l'administration publique, le nouveau management public et la nouvelle gouvernance publique.

Un rôle institutionnel et des valeurs personnelles du capital-investisseur : le rôle d'administrateur public

Les acteurs du réseau d'innovation qui interagissent avec les capital-investisseurs publics et privés accordent certaines représentations ou traits caractéristiques institutionnelles à ces derniers. Ces représentations sont en partie liées aux fonctions exercées et à la dimension de confiance accordée à la personne qui les exerce. Nous pouvons pour ce dernier point parler de confiance interpersonnelle.

« C'est-à-dire qu'on sait à un moment donné le rôle du capital-investisseur, en particulier si ce dernier travaille pour une banque. On connaît l'institution et ses références. Mais je pense que nos interlocuteurs aussi. On sait très bien à qui on a à faire comme partenaire et si c'est le cas on va travailler avec ce partenaire de façon très collaborative c'est-à-dire à un moment donné il faut que ça corresponde à nos intérêts mutuels et avec une mise en commun de nos différences et aussi nos complémentarités » CIPub 4.

« On aime bien travailler avec certains partenaires publics, un partenaire public facilite l'aboutissement des dossiers, par exemple la BPI qui est la banque de l'état a un rôle prépondérant dans le dans le financement des start-ups et elle est reconnue par tous sur ce sujet et c'est vrai qu'on a fait pas mal de deal avec la BPI » CIPri 5.

La représentation de l'actionnaire sous une logique productive : le nouveau management public

Les conseillers en innovation apportent une perception de l'investisseur distincte d'autres acteurs. En effet, ce dernier caractérise le capital-investisseur par la raison première de son intervention : la logique productive. Cette perception peut mettre en évidence des problématiques d'alignement du schéma cognitif en ce qui concerne le projet et son aboutissement.

« Pour mon cas, j'ai du mal à raisonner sur les financeurs purs, ils ont un peu de mal à raisonner autrement que par l'argent et moi c'est ce qui me gêne. C'est très subjectifs ces échanges d'informations, on est toujours sur on y croit ou on n'y croit pas, leurs champs lexicaux souvent c'est du j'y crois ou je n'y crois pas, c'est bon, ce n'est pas bon et c'est bon

projet ou c'est mauvais projet, enfin ou ce n'est pas un bon projet avec comme ligne de conduite la rentabilité du projet. Finalement ce qui compte c'est de travailler à leur rythme pour pouvoir atteindre leurs objectifs » ConseillerInnov 1.

L'innovation : une représentation partagée entre acteurs : la nouvelle gouvernance publique

La relation entre capital-investisseurs publics et privés se caractérise par la définition commune d'une représentation partagée : l'innovation. Cette image constitue une incitation au développement de relations formelles et informelles ainsi qu'à l'échange de ressources cognitives. Cette représentation peut conduire des acteurs possédants des traits caractéristiques distincts vers une logique partenariale.

« Dans notre région et notre réseau, l'innovation c'est la raison de nos investissements en commun, c'est notre émulsion collective. En soit une innovation ça n'est qu'un instrument pour permettre la différenciation entre entreprise donc la plupart on est effectivement confronté à cette attente là et cette attente, elle est chez nous très forte, je pense qu'on a des entreprises qui sont formidablement innovantes sur notre territoire parce que d'abord on a la connaissance technologique mieux que beaucoup d'autres territoires ». CIPub 1.

« Mon objectif c'est de continuer à développer de nouvelles boîtes et de nouvelles innovations, c'est ce que souhaite les investisseurs et moi aussi, on partage ce point de vue »

DIR4

Nous retrouvons dans ces traits caractéristiques l'ensemble des paradigmes proposés par Pollitt (2003) ; Osborne (2006) ; Desmarais et Abord de Châtillon (2008). Ces derniers pourraient alors préciser que les pratiques des capital-investisseurs publics et privés « révèlent des différences indéniables mais relativement limitées » (Desmarais et Abord de Châtillon, 2008, page 767). La complexité des représentations institutionnelles en contexte de syndication mixte semble s'atténuer. En conséquence, la syndication mixte peut constituer une forme d'organisation hybride créatrice de valeur grâce à l'ensemble des ressources et compétences échangées

« Il est évident que nous avons des différences sur les process et chacun a sa manière de faire mais on finit on fait le même métier et de la même façon . Si on a des investisseurs de qualité derrière quand il s'agit de remettre au pot on ne voit absolument pas la différence du coup on sera plus enclin de repartir avec les mêmes. Regardez (...) on travaille quasi-systématiquement avec eux, on a donc convenu d'un partenariat stratégique, ils font partie de la maison. C'est notre avantage ils ont des compétences, on a des compétences et quand on fait pot commun de tout ça, comme pour un co-investissement forcément nous obtenons ce que nous souhaitons »

CIPri 5.

Nous avons observé la relation entre capital-investisseurs publics et privés présentent des traits caractéristiques institutionnelles. Néanmoins, ils semblent que les pratiques de ces acteurs montrent des différences limitées. Le partenariat public-privé représenté par la syndication mixte peut ainsi constituer une forme d'organisation hybride créatrice de valeur.

5.3. Un effet « Silicon Valley » : entre quête de légitimité de l'acteur public et une collaboration productive.

Nous avons dans cette étude, principalement observé les interactions entre capital-investisseurs publics et privés avec comme perspective les relations en syndication mixte. Pour autant, notre analyse semble indiquer une caractéristique spécifique de l'acteur public qui se produit dans un contexte de relations formelles ou informelles lorsque ce dernier intervient seul ou en syndication. Cette caractéristique semble se produire principalement au sein de réseaux d'innovation complexe. En effet, le capital-investisseur peut exprimer une quête de légitimité par le contrôle. Au sein d'un partenariat public-privé cette action pourrait refléter un manque de compétence de la part de l'investisseur public qui se concentre alors sur cette démarche (Beuve and Saussier, 2019). En contexte de syndication, cette condition peut également représenter un moyen de maintenir sa légitimité professionnelle qui s'inscrit dans le respect de certaines règles (Charreire-Petit et Dubocage, 2018).

« Un dirigeant nous a contacté pour donner suite à des problèmes de BFR, tu as tout de suite dit c'est ok on refinance (en parlant à CIPri 4), nous avons préféré contrôler l'ensemble de la situation et nous avons présenté à notre partenaire ici un accord pour s'engager sur un second tour, je crois que tu avais d'ailleurs apprécié l'étude que nous avons réalisé à ce moment » **CIPub 2.**

Pour autant, au sein d'un réseau d'innovation cette caractéristique pourrait également être expliquée par le soutien important de l'acteur public aux entreprises en phase de démarrage. Cette légitimité présentée auprès d'autres acteurs aurait alors valeur d'un effet de signal et de réputation envers les dirigeants d'entreprises et également les autres acteurs de ce réseau (Guerini et Quas, 2016).

« On travaille avec eux car c'est un partenaire public qui facilite l'aboutissement sur certains points, par exemple la BPI qui est la banque de l'état a un rôle prépondérant dans le financement des start-ups et des pme et c'est vrai qu'on a fait pas mal de deal avec la BPI et oui c'est vrai qu'ils sont reconnus pour présenter des dossiers propres quand on doit participer avec eux a un co-financement » CIPri 7.

Cette caractéristique implique un autre phénomène celui d'un effet « Silicon Valley » où le caractère complexe des réseaux démontre l'importance de chaque agent au point de les rendre indispensables (Ferrary et Granovetter, 2009 ; 2017). Cet objectif peut, en outre être affiché par certains capital-investisseurs et peut témoigner d'un possible enracinement des capital-investisseurs au sein de ces réseaux (Granovetter, 1985).

« On évalue sur un temps plus long on se dit qu'on investit sur une durée qui peut parfois être supérieure à nos durées de financement, nous sommes les seuls dans la région et pour certains dossiers le montant nécessite un partenaire, nous travaillons essentiellement sur ce modèle actuellement » CIPri 2.

« Dans la région, il n'y a pas beaucoup d'investisseurs, le fait de savoir qu'ils peuvent refuser de financer un projet leur donne un peu de pouvoir. C'est de bonne guerre, ils ont besoins de nous comme nous avons besoins d'eux » ConseillerInnov 2.

Toutefois, cette dynamique de réseau d'innovation favorise la collaboration productive entre capital-investisseurs et est un des arguments de la création de valeur qui se réalise grâce à l'échange de ressources financières et ou cognitives (Van Aswegen et Retief, 2020).

« Oui clairement oui, c'est là qu'on se rend compte qu'on est dans des micro systèmes ou des écosystèmes ou tout le monde fini par se connaître c'est à dire là aussi dans les gens

que je vous ai cité tout à l'heure il y a des gens qui nous amènes des dossiers en disant ben nous on investit, on ne boucle pas le tour de table faudrait mettre un petit bout est-ce que ça vous intéresse ? euh on regarde et puis tient si vous venez en capital ça vous intéresse aussi de faire une levée de fonds par ailleurs » CIPri 5.

« Sans cash et les investisseurs, on ne peut rien faire, sans notre directeur non plus et eux sans orientations précises sur le développement et la progression des point de la R&D, on leur enlève toutes perspectives futures, nous tous indispensables mais pas irremplaçables » **DIRR&D 2.**

Dans cette partie, nous faisons apparaître le caractère spécifique de la relation entre capital-investisseurs qui peut faire l'objet d'un effet « Silicon Valley ». En effet, au sein de réseaux complexes d'innovation, les capital-investisseurs tente de conserver une légitimité professionnelle auprès des autres acteurs. De cette manière, la relation entre capital-investisseurs publics et privés peut s'inscrire dans une dimension de collaboration productive (Stévenot, 2006) où l'absence de l'un d'entre eux peut représenter une difficulté pour l'ensemble du réseau.

6. Discussions et conclusions

Notre travail est le premier qui tente d'appréhender et de définir les enjeux de la relation entre les capital-investisseurs publics et privés et de comprendre les liens les leviers de création de valeur. Pour cela, nous avons réalisé une étude empirique centrée sur les interactions hors et en contexte de syndication au sein de réseaux d'innovation. Ainsi, cet article interroge les enjeux de la relation entre capital-investisseurs publics et privés et leurs effets sur l'innovation des entreprises.

Pour cette étude nous avons fait le choix d'une méthode qualitative de nature exploratoire. Nous avons réalisé 27 entretiens semi-directifs auprès d'acteurs du réseau d'innovation identifiés comme : les capital-investisseurs publics, les capital-investisseurs privés, les dirigeants d'entreprise, les conseillers en innovation et les directeurs de R&D. Notre principal résultat est de définir grâce à une approche socio-anthropologique, la relation entre capital-investisseurs publics et privés comme démarche « economico-cognitive » de réseau et d'innovation. En effet, cette condition précise les enjeux de la relation et démontre l'importance

des mécanismes incitatifs qui encourage un objectif de capitalisation de ressources cognitives et financières. Ces ressources spécifiques permettent aux investisseurs de garantir un objectif de création de valeur. Nous allons à présent discuter l'ensemble des apports présentés au sein de l'article

Apports de la recherche

L'étude relation entre capital-investisseurs publics et privés nécessite une grille de lecture s'appuyant sur l'approche des partenariats public-privé afin d'identifier les mécanismes incitatifs et « disciplinant » au sein de la relation qui pourraient encourager l'innovation des entreprises. Dans un second temps l'approche par les réseaux complexes met en évidence l'importance du contexte de la relation au sein des réseaux d'innovation. L'ensemble de ces éléments permettent de proposer une définition de la relation.

Dans un second temps, nous proposons une approche basée sur les ressources afin de considérer les enjeux en termes de création de valeur. Cette situation expose des limites avec la possible survenance d'un effet d'éviction. Ce phénomène a également fait l'objet d'une définition mise à jour en considérant le capital humain et ou financier à l'origine de l'absence d'un capital-investisseur public et/ou privé au niveau de l'entreprise et/ou du marché. Enfin nous démontrons l'importance du caractère hybride de relation qui par son caractère complexe offre la possibilité de détenir des ressources spécifiques qui peut accorder un avantage concurrentiel durable.

Limites et ouvertures

Les limites de cette approche concernent principalement la méthodologie qualitative mobilisée. Cette dernière nécessite d'être complétée par une méthodologie quantitative afin de vérifier les effets de l'intervention financière des capital-investisseurs sur l'innovation. Cette approche permettrait de vérifier le rôle des ressources comme levier de création de valeur.

Bibliographie

- Admati, A.R., Pfleiderer, P., 1994. Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. *J. Finance* 49, 371–402. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb05146.x>
- Akerlof, G.A., 1978. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism, in: *Uncertainty in Economics*. Elsevier, pp. 235–251.
- Amit, R., Schoemaker, P.J.H., 2016. Firm Resources, in: Augier, M., Teece, D.J. (Eds.), *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*. Palgrave Macmillan UK, London, pp. 1–6. https://doi.org/10.1057/978-1-349-94848-2_481-1
- Andrieu, G., Casamatta, C., 2015. Approches contractuelles du financement de l’innovation, in: *Le Financement de l’innovation : Nouvelles Perspectives Théoriques et Pratiques.*, De Boeck Supérieur.
- Aschauer, D.A., 1989. Does public capital crowd out private capital? *J. Monet. Econ.* 24, 171–188. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(89\)90002-0](https://doi.org/10.1016/0304-3932(89)90002-0)
- Averseng, C., 2011. Comment structurer la complexité sans renoncer à l’exhaustivité thématique d’un état de l’art en sciences de gestion ? Retour d’expérience sur l’apport méthodologique des outils de classification de données qualitatives. *Manag. Avenir* n° 41, 369–386.
- Awounou-N’Dri, H., Boufaden, N., 2020. How does venture capital syndication spur innovation ? Evidence from french biotechnology firm. *Rev. Entrep.* 19, 79–108.
- Barneto, P., Chambost, I., 2014. L’appropriation par les dirigeants des dispositifs financiers: une étude exploratoire de la relation dirigeants-investisseurs.
- Barney, J., 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *J. Manag.* 17, 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bertoni, F., Tykvová, T., 2015. Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Res. Policy* 44, 925–935. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2015.02.002>
- Bertoni, F., Tykvová, T., 2012. Which Form of Venture Capital is Most Supportive of Innovation? *SSRN Electron. J.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.2018770>
- Beuve, J., Saussier, S., 2019. L’analyse économique des partenariats public-privé, in: *Économie des partenariats public-privé: Développements théoriques et Empiriques*. De Boeck Supérieur, pp. 38–60.
- Bonnet, C., 2005. La confiance entre capital- investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière. *Finance Contrô Strat.* 2, 99–132.
- Borys, B., Jemison, D.B., 1989. Hybrid arrangements as strategic alliances: Theoretical issues in organizational combinations. *Acad. Manage. Rev.* 14, 234–249.
- Brander, J.A., Amit, R., Antweiler, W., 2002. Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *J. Econ. Manag. Strategy* 11, 423–452. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2002.00423.x>
- Brander, J.A., Du, Q., Hellmann, T., 2015. The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Rev. Finance* 19, 571–618. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>
- Brander, J.A., Egan, E., Hellmann, T.F., 2010. Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence, in: *International Differences in Entrepreneurship*. University of Chicago Press, pp. 275–320.
- Burkhardt, K., 2018. Le rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d’alliances stratégiques. ISTE Group.
- Bygrave, W.D., 1988. The structure of the investment networks of venture capital firms. *J. Bus. Ventur.* 3, 137–157. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(88\)90023-7](https://doi.org/10.1016/0883-9026(88)90023-7)
- Bygrave, W.D., 1987. Syndicated investments by venture capital firms: A networking perspective. *J. Bus. Ventur.* 2, 139–154. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(87\)90004-8](https://doi.org/10.1016/0883-9026(87)90004-8)
- Carbonara, N., Pellegrino, R., 2020. The role of public private partnerships in fostering innovation. *Constr. Manag. Econ.* 38, 140–156. <https://doi.org/10.1080/01446193.2019.1610184>
- Charreaux, G., 1997. L’entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace? *Rev. Fr. Gest.* 115, 38–56.

- Charreire-Petit, S., Dubocage, E., 2018. Et si l'échec renforçait la légitimité ? Le cas singulier du capital-risqueur. *Manag. Int.* 19, 129–147. <https://doi.org/10.7202/1043007ar>
- Cumming, D., 2007. Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *J. Bus. Ventur.* 22, 193–235. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.12.002>
- Cumming, D., Li, D., 2013. Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. *J. Corp. Finance* 23, 345–367. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.09.005>
- Cumming, D.J., Grilli, L., Murtinu, S., 2017. Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *J. Corp. Finance* 42, 439–459.
- Cumming, D.J., MacIntosh, J.G., 2006. Crowding out private equity: Canadian evidence. *J. Bus. Ventur.* 21, 569–609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.06.002>
- Desbrières, P., 2015. Le rôle de la syndication des capital-investisseurs dans le financement de l'innovation, The Role of Venture Capitalists Syndication in the Financing of Innovation (No. 1150501), Working Papers CREGO, Working Papers CREGO. Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations.
- Desmarais, C., Abord de Châtillon, E., 2008. Existe-t-il encore des différences entre le travail des managers du public et ceux du privé ? *Rev. Fr. Adm. Publique* 128, 767. <https://doi.org/10.3917/rfap.128.0767>
- Dubocage, E., 2016. L'entrepreneur face à son investisseur : le cas du capital-risque. *Regards Croisés Sur L'économie* 19, 87. <https://doi.org/10.3917/rce.019.0087>
- Dubocage, E., 2006. L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme. *Vie Sci. Entrep.* N° 173, 9–18.
- Dubocage, E., Galindo, G., 2008. Le rôle des capital-risqueurs dans l'isomorphisme stratégique des «biotechs». *Rev. Finance Contrô Strat.* 11, 5–30.
- Dubocage, E., Rivaud-Danset, D., 2002. Government policy on venture capital support in France. *Venture Cap.* 4, 25–43. <https://doi.org/10.1080/13691060110091237>
- Dumez, H., 2016. Méthodologie de la recherche qualitative: Les questions clés de la démarche compréhensive. Vuibert.
- Dumez, H., 2011. Qu'est-ce que la recherche qualitative?
- Farrugia, F., 2014. Un syndrome narratif singulier : l'auteur comme instance de restitution des savoirs. *SociologieS.*
- Ferrary, M., 2010. Syndication of Venture Capital Investment: The Art of Resource Pooling. *Entrep. Theory Pract.* 34, 885–907. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2009.00356.x>
- Ferrary, M., 2006. Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque. *Rev. Fr. Gest.* 32, 171–182. <https://doi.org/10.3166/rfg.163.171-182>
- Ferrary, M., Granovetter, M., 2017. Social networks and innovation, in: *The Elgar Companion to Innovation and Knowledge Creation*. Edward Elgar Publishing, p. 850.
- Ferrary, M., Granovetter, M., 2009. The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. *Econ. Soc.* 38, 326–359. <https://doi.org/10.1080/03085140902786827>
- Girard, C., 2001. Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France. *Finance Contrô Strat.* 4, 123–146.
- Granovetter, M., 1985. Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *Am. J. Sociol.* 91, 481–510.
- Griliches, Z., Hall, B.H., Pakes, A., 1991. R&D, patents, and market value revisited: is there a second (technological opportunity) factor? *Econ. Innov. New Technol.* 1, 183–201.
- Guerini, M., Quas, A., 2016. Governmental venture capital in Europe: Screening and certification. *J. Bus. Ventur.* 31, 175–195. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.10.001>
- Guéry-Stévenot, A., 2006. Conflits entre investisseurs et dirigeants. Une analyse en termes de gouvernance cognitive. *Rev. Fr. Gest.* 32, 157–180. <https://doi.org/10.3166/rfg.164.157-180>
- Gupta, A.K., Sapienza, H.J., 1992. Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *J. Bus. Ventur.* 7, 347–362.

- Hagedoorn, J., Cloudt, M., 2003. Measuring innovative performance: is there an advantage in using multiple indicators? *Res. Policy* 32, 1365–1379. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(02\)00137-3](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(02)00137-3)
- Kogut, B., Zander, U., 1992. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organ. Sci.* 3, 383–397.
- Langlois, R.N., 1992. Transaction-cost economics in real time. *Ind. Corp. Change* 1, 99–127.
- Le Moigne, J.-L., 1990. La modélisation des systèmes complexes. *Imds*.
- Leducq, D., Lusso, B., 2011. Le cluster innovant : conceptualisation et application territoriale. *Cybergeo Eur. J. Geogr.* <https://doi.org/10.4000/cybergeo.23513>
- Leiringer, R., 2006. Technological innovation in PPPs: incentives, opportunities and actions. *Constr. Manag. Econ.* 24, 301–308. <https://doi.org/10.1080/01446190500435028>
- Leleux, B., Surlemont, B., 2003. Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *J. Bus. Ventur.* 18, 81–104. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(01\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(01)00078-7)
- Lockett, A., Murray, G., Wright, M., 2002. Do UK venture capitalists still have a bias against investment in new technology firms. *Res. Policy* 31, 1009–1030. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00174-3](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00174-3)
- Lockett, A., Wright, M., 2001. The syndication of venture capital investments 16.
- Mahoney, J.T., McGahan, A.M., Pitelis, C.N., 2009. Perspective—The interdependence of private and public interests. *Organ. Sci.* 20, 1034–1052.
- Mauss, M., 1930. *Essai sur le don*. Année sociologique t. 1.
- Miles, M.B., Huberman, A.M., 2005. *Analyse des données qualitatives (MH Rispal, Trans.)(deuxième ed.)*: De Boeck. Paris.
- Miozzo, M., Dewick, P., 2002. Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction. *Res. Policy* 31, 989–1008. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00173-1](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00173-1)
- Newman, M.E., Barabási, A.-L.E., Watts, D.J., 2006. *The structure and dynamics of networks*. Princeton university press.
- Newman, M.E.J., 2003. The Structure and Function of Complex Networks. *SIAM Rev.* 45, 167–256. <https://doi.org/10.1137/S003614450342480>
- Osborne, S.P., 2006. *The new public governance? 1*. Taylor & Francis.
- Penrose, E., 1959. The theory of the growth of the firm. *Long Range Plann.* 29, 596. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(96\)90295-2](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(96)90295-2)
- Peteraf, M.A., 1993. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strateg. Manag. J.* 14, 179–191.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R., 2003. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R., 1978. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pierrakis, Y., Saridakis, G., 2019. The role of venture capitalists in the regional innovation ecosystem: a comparison of networking patterns between private and publicly backed venture capital funds. *J. Technol. Transf.* 44, 850–873.
- Pierrakis, Y., Saridakis, G., 2017. Do publicly backed venture capital investments promote innovation? Differences between privately and publicly backed funds in the UK venture capital market. *J. Bus. Ventur. Insights* 7, 55–64.
- Pollitt, C., 2003. *The essential public manager*. McGraw-Hill Education (UK).
- Popper, K., 1979. La logique des sciences sociales. *Vienne À Francfort Querelle Allemande Sci. Soc. Brux.* Édition Complexe 75–90.
- Porter, M.E., 2000. Location, competition, and economic development: Local clusters in a global economy. *Econ. Dev. Q.* 14, 15–34.
- Rouboutsos, A., Saussier, S., 2014. Public-private partnerships and investments in innovation: the influence of the contractual arrangement. *Constr. Manag. Econ.* 32, 349–361. <https://doi.org/10.1080/01446193.2014.895849>

- Saxenian, A., 1994. Regional networks: industrial adaptation in Silicon Valley and route 128.
- Smith, L.R., Smith, J.K., n.d. *Entrepreneurial Finance*. 2000. John Wiley, New York.
- Sorenson, O., Stuart, T.E., 2001. Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments. *Am. J. Sociol.* 43.
- Spencer, R.W., Yohe, W.P., 1970. The "Crowding Out" of Private Expenditures by Fiscal Policy Actionst 13.
- Spender, J.-C., Grant, R.M., 1996. Knowledge and the firm: Overview. *Strateg. Manag. J.* 17, 5–9.
- Stephany, E., 2001. L'évolution des pratiques du capital-risque en France. *Rev. Fr. Gest.* 63–75.
- Stévenot, A., 2006. Le rôle des capital-investisseurs dans la création de valeur de l'entreprise : une analyse qualitative des opinions des acteurs., in: *Logiques de création : Enjeux théoriques et management*. L'Harmattan, pp. 183–217.
- Stévenot, A., 2005. La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : 44.
- Stévenot-Guéry, A., 2007. Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites 38.
- Trabelsi, D., Shiri, G., Özyaygen, A., 2019. Venture Capital and the Financing of Innovation. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1836800>
- Trudel, L., Simard, C., Vonarx, N., 2006. La recherche qualitative est-elle nécessairement exploratoire. *Rech. Qual.* 5, 38–55.
- Van Aswegen, M., Retief, F.P., 2020. The role of innovation and knowledge networks as a policy mechanism towards more resilient peripheral regions. *Land Use Policy* 90, 104259. <https://doi.org/10.1016/j.landusepol.2019.104259>
- Villani, E., Greco, L., Phillips, N., 2017. Understanding Value Creation in Public-Private Partnerships: A Comparative Case Study. *J. Manag. Stud.* 54, 876–905. <https://doi.org/10.1111/joms.12270>
- Wright, M., 2002. Le capital-investissement. *Rev. Fr. Gest.* 283–302.
- Wright, M., Lockett, A., 2003. The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry*. *J. Manag. Stud.* 40, 2073–2102. <https://doi.org/10.1046/j.1467-6486.2003.00412.x>