



HAL
open science

De nouveaux gardiens pour la galaxie verte ? Analyse des pratiques de collaboration entre business angels / investisseurs providentiels et entrepreneurs dans l'étude de cas d'une cleantech

Jonathan Labbé, Abdel Malik Ola, Vivien Lefebvre

► To cite this version:

Jonathan Labbé, Abdel Malik Ola, Vivien Lefebvre. De nouveaux gardiens pour la galaxie verte ? Analyse des pratiques de collaboration entre business angels / investisseurs providentiels et entrepreneurs dans l'étude de cas d'une cleantech. *Vie et Sciences de l'Entreprise*, 2024, Numéro spécial : Construire la résilience climatique des entreprises, 2024/2 (220), pp.75 - 98. <10.3917/vse.220.0075>. <hal-04701441>

HAL Id: hal-04701441

<https://hal.science/hal-04701441v1>

Submitted on 27 Nov 2024

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

De nouveaux gardiens pour la galaxie verte ?

Analyse des pratiques de collaboration entre Business Angels et entrepreneurs dans l'étude de cas d'une Cleantech.

Jonathan LABBÉ

Maître de conférences en Sciences de Gestion, IAE Nancy School of Management,
Laboratoire CEREFIGE

Abdel Malik OLA

Maître de conférences en Sciences de Gestion, IAE Tours,
Laboratoire VALLOREM

Viven LEFEBVRE

Maître de conférences HDR en Sciences de Gestion, EM Strasbourg Business School,
Laboratoire LARGE

Abstract

Cette étude se penche sur les firmes innovantes, notamment les start-ups et PME « Green-Cleantech », acteurs clés de nos économies industrielles, et leur financement complexe. Ces entreprises, essentielles pour la transition écologique, affrontent des défis liés à leur valeur économique incertaine et à leur opacité informationnelle, générant un risque de sélection adverse pour les investisseurs. Nous explorons le rôle des Business Angels (BA) dans ce contexte, particulièrement leur approche hybride de financement, combinant motivations altruistes et financières. L'analyse des comportements d'accompagnement des BA, entre soutien aux objectifs durables et attentes de retours financiers, est essentielle pour comprendre leur impact sur la trajectoire d'évolution des projets « Green-Cleantech ». L'étude aborde la dynamique de collaboration entre BA et entrepreneurs, soulignant l'importance de la complémentarité des théories de l'agence et de l'intendance pour une relation équilibrée. Notre recherche, basée sur une analyse de cas unique et longitudinale, révèle des pratiques de collaboration distinctes et les conditions favorisant l'évolution des relations BA-entrepreneur, enrichissant la littérature sur la gouvernance des startups et la finance entrepreneuriale verte.

Mots-clés : Business Angels G24, Innovation environnementale Q55, entrepreneuriat M13, Start-up M13, Développement Durable Q01, France.

Keywords : Business Angels G24, Green Innovation Q55, Entrepreneurship M13, Start-up M13, Sustainable Development Q01, France.

Introduction

Les firmes innovantes (start-ups et PME innovantes), jouent un rôle essentiel en tant qu'acteurs clés de nos économies industrielles. Leur capacité à générer des niveaux significatifs de croissance, illustrée par une augmentation de 14 % de leur chiffre d'affaires en 2020 par rapport à 2019, ainsi que leur contribution à la création d'emplois, met en évidence leur importance (France Invest, 2021). Ces dernières années, leur fonction s'est encore renforcée, notamment en raison de l'accent mis par les politiques publiques sur l'innovation. Un exemple marquant de cette tendance est l'émergence de la « Green-Cleantech », un secteur en plein essor qui représente un changement majeur dans notre décennie (Bergman et al., 2019). Ces entreprises privées, à but lucratif, se donnent pour mission de développer et adopter des technologies innovantes visant à réduire les émissions de CO2 dans leurs produits et processus (Owen et al., 2020).

La « Green-Cleantech » se distingue par des activités de recherche et développement (R&D) à long terme, nécessitant des investissements élevés pour atteindre leurs objectifs. Toutefois, leur caractère financier complexe (Huang & Pearce, 2015; Levratto & Tessier, 2016), illustré par une valeur économique qui ne peut être connue avec certitude (Cassar, 2014; Wales et al., 2019), pose des défis significatifs. L'opacité informationnelle qui caractérise ces entreprises induit un risque élevé de sélection adverse, augmentant ainsi le niveau de vigilance des apporteurs de capitaux. De plus, elles peuvent souffrir d'un déficit de réputation et d'une incapacité à garantir leurs engagements financiers (Berger et Udell, 1998). Cette situation peut également être exacerbée par la réticence des entrepreneurs à partager des informations afin de préserver la confidentialité de leurs projets (Huang & Pearce, 2015).

Malgré sa complexité, le financement de l'innovation verte est devenu un sujet central, soulignant l'importance du développement durable. Ce contexte implique une collaboration étroite entre investisseurs et entrepreneurs pour asseoir un accompagnement pertinent (Wirtz et al., 2020). Les pouvoirs publics jouent un rôle de

premier plan dans cette dynamique de financement, visant à légitimer ces technologies pour le bien commun (Owen et al., 2020). Parallèlement, les financeurs privés, tels que les BA, investissent leur propre richesse et partagent leur expérience entrepreneuriale et leur réseau avec de jeunes entrepreneurs. Ils jouent un rôle essentiel dans le financement initial des entreprises, adoptant une perspective d'investissement à moyen et long terme ; par leur accompagnement ils cherchent également à extraire des retombées financières (Baeyens & Manigart, 2003; Bottazzi et al., 2002; Shepherd et al., 2003). En outre, ils sont également reconnus comme capables d'afficher des motivations d'abord altruistes et hédonistes avant d'être financières (Sullivan & Miller, 1996).

Toutefois, ces investisseurs sont confrontés à des défis uniques dans le cadre de leur soutien aux « Green-Cleantech ». Cet intérêt pour l'innovation verte soulève des préoccupations quant au « mission drift », c'est-à-dire que l'accompagnement va induire un glissement des valeurs durables du projet vers des préoccupations financières à court et moyen termes (Bergset, 2017). Dans cet article, nous explorons le comportement des BA face à ce risque de dérive de mission dans le financement de l'innovation (Siefkes et al., 2023), en mettant l'accent sur leur rôle ou non dans le maintien des ambitions des « Green-Cleantech ».

Les théories expliquant la relation BA-entrepreneur sont la théorie de l'agence et la théorie de l'intendance : la première postule une situation conflictuelle entre les parties, tandis que la seconde décrit un alignement des intérêts des parties avec une subordination des intérêts de l'entrepreneur à ceux de l'investisseur (Davis et al., 1997; Jensen & Meckling, 1976). L'état actuel de ces modèles conceptuels montre que les situations organisationnelles appellent à leur complémentarité pour une meilleure performance (Chrisman, 2019; Madison et al., 2017; Priya, 2021). Cependant, nous ignorons toujours les conditions critiques sous lesquelles le passage d'un modèle à un autre se réalise (Keay, 2017; Davis et al., 1997).

L'objectif de cette recherche est d'observer les pratiques de collaboration entre investisseur et entrepreneur. Et ce, afin de

documenter et d'approfondir la théorie sur la complémentarité des deux approches théoriques fondamentales dans la collaboration entre les parties prenantes.

Dans cet article, nous soutenons que le schéma de collaboration investisseur-entrepreneur jouera un rôle central dans l'atteinte de cet objectif. Très peu de recherches détaillent le comportement réel post-investissement des financeurs privés, et aucune ne se concentre spécifiquement sur les « Green-Cleantech ». Notre ambition est de présenter une analyse de cas sur la collaboration entre un investisseur privé (BA) et une entreprise « Green-Cleantech », où le glissement de mission n'a pas eu lieu. Par cette démarche, nous tentons d'apporter des contributions significatives à la littérature sur la gouvernance des startups.

Pour cela, nous avons mené une analyse de cas unique et longitudinale sur la collaboration entre un BA et un entrepreneur, qui a réussi à maintenir ses objectifs à la fois « Green » et économiques dans le temps. Les résultats révèlent trois étapes clés de la relation, chacune reflétant des pratiques de collaboration distinctes. Ce cas illustre la cohabitation des logiques des deux théories évoquées, variant selon le temps et les enjeux du développement du projet. Nous identifions également les conditions favorisant cette évolution. Ainsi, nous apportons notre contribution à la littérature sur la collaboration entre les parties prenantes (Chrisman, 2019; Madison et al., 2017; Priya, 2021), ainsi qu'en finance entrepreneuriale concernant la relation entre BA et entrepreneur « Green » (Botelho et al., 2023; Siefkes et al., 2023; Harrer et Owen, 2022).

1. Les particularités des relations BA-entrepreneur dans la « Cleantech »

L'innovation « Green » nécessite un horizon de temps très long, avec parfois l'incapacité pour l'investisseur de s'approprier seul les retombées de l'invention, en raison de sa nature vertueuse pour l'environnement (Xiang et al., 2022). En outre, il est également difficile de fournir les données objectives nécessaires à son évaluation financière (Bessière et Stéphany, 2015; Ola, Deffains-Crapsky et Dumoulin, 2019). Cette

complexité entrave parfois la capacité des investisseurs à appréhender clairement la proposition de valeur liée au projet (Bergset, 2017). Par ailleurs, le risque que les concurrents imitent ces innovations peut également diminuer les bénéfices escomptés par les parties prenantes (Bergset, 2015). À notre connaissance, l'étude de Botelho et al. (2023), est la première qui analyse la motivation des BA dans l'accompagnement de « Green-Cleantech ». Les auteurs montrent que les BA qui ont des portefeuilles mixtes sont davantage motivés par l'envie d'accompagner les entrepreneurs et de donner de la valeur aux « Cleantech » qu'ils financent. Cependant, Harrer et Owen (2022), montrent que la capacité d'accompagnement des BA peut être limitée par leur tendance à vouloir donner une valeur marchande à la dimension « Green » des innovations. Pour approfondir cette perspective, Siefkes et al. (2023), distinguent deux profils de BA en fonction de leur motivation : d'une part, les « Green » BA, dont l'orientation environnementale est un critère irremplaçable dans l'investissement, et d'autre part, les « Light Green » BA, qui sont des investisseurs classiques ne remettant pas en cause les valeurs écologiques d'un projet sans toutefois en faire leur finalité première. Ensemble, ces études mettent l'accent sur la valeur produite post-investissement. Arthurs et Busenitz (2003), nous rappellent néanmoins que, dans la relation BA-entrepreneur, il n'est pas question pour l'entrepreneur de subordonner ses perspectives personnelles à la discrétion de l'investisseur. Landström (1992), affirme de son côté que la théorie de l'agence ne saurait expliquer complètement la relation investisseur-entrepreneur en montrant que le degré de propriété n'influence pas l'implication du financeur dans le processus d'accompagnement. L'étude de Siefkes et al. (2023), montre que les « Green » BA utilisent un contrôle rigoureux sur les dimensions écologiques alors que les « Light Green » BA laissent davantage de liberté à l'entrepreneur pour mettre en œuvre sa stratégie. Pour Arthurs et Busenitz (2003), l'investisseur et l'entrepreneur veulent tous les deux la réussite du projet. Bien que des divergences puissent survenir concernant certaines modalités, ces différences ne doivent pas être interprétées comme des comportements opportunistes de leur part.

S'il n'existe pas d'équivoques sur la plus-value de l'accompagnement réalisé par les BA, les détails de leur implication auprès des entrepreneurs restent peu connus, menant parfois à des résultats contradictoires. Panda et al., (2020), observent en Inde que l'investissement dans le « Early Stage » est caractérisé par une absence de confiance de l'investisseur vis-à-vis de l'entrepreneur. L'apporteur en capital est ici, un professionnel qui cherche un gain financier alors que l'entrepreneur voudrait son indépendance, des gratifications personnelles et du succès. Panda et al. (2020), montrent que l'investisseur agirait de façon opportuniste en profitant de sa supériorité dans le « Closing » pour exiger un contrôle strict de l'activité, déguisant ce comportement comme un souhait de participer à la création de valeur. A l'inverse, Arthurs et Busenitz (2003), considèrent qu'avant le « Closing », l'investisseur ne connaît pas les motivations de l'entrepreneur et doit envisager le pire afin de protéger son investissement. Dans ces conditions, les BA pourraient évaluer le caractère « Green » d'un projet comme constituant un signal positif et se montrer plus enclin à investir (Bafera et al., 2022). Ces résultats contrastés invitent à réinterroger la relation entre investisseurs et entrepreneurs. Et ce, dès les premières interactions afin d'appréhender la manière dont l'accompagnement de l'entrepreneur par l'investisseur peut se mettre en place. Le cas des « Cleantech » est à cet égard particulièrement intéressant pour deux raisons. Tout d'abord, le fort niveau d'asymétrie d'information dans la relation BA-entrepreneur qui caractérise ce type de projet est susceptible d'exacerber les tensions. Ensuite, l'importance de la sensibilité au développement durable pour les parties prenantes est un facteur de motivation non-financière essentiel. Dans son état actuel, la dimension « Green » est souvent perçue comme une contrainte rallongeant la durée de monétisation de l'investissement, pouvant même réduire les revenus attendus. Dans ce contexte, cet article vise principalement à démontrer comment la structuration des relations entre BA et entrepreneur peut concilier ces conflits et aspirations. En effet, l'intérêt réel des investisseurs pour la « Greentech » est récent et est probablement dû à l'évolution sociale actuelle. C'est pourquoi, la nécessité d'éviter le « Mission Drift » pour ces entreprises, nous conduit à réexaminer la nature des

collaborations entre financeur et entrepreneur qui sous-tendent leur développement.

2. Ancrage théorique de la collaboration entre investisseurs et start-up « *cleantech* »

Il existe deux cadres théoriques principaux pour examiner la collaboration BA-entrepreneur : la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) et la théorie de l'intendance de Davis et al. (1997). Ces approches se distinguent par leur vision fondamentalement différente de l'individu au sein de l'organisation et du contexte de l'action collective. Nous allons explorer plus en détail ces deux modèles ci-dessous.

La théorie de l'agence repose sur un contrat où une partie (le principal) engage une autre (l'agent) pour réaliser un service en son nom, entraînant ainsi la délégation de certains pouvoirs décisionnels à l'agent (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). Selon ce modèle, l'individu est perçu comme un homo economicus, cherchant à optimiser ses gains économiques personnels avec un minimum de coûts. Initialement conçue pour les grandes entreprises cotées, la théorie de l'agence dépeint des organisations où les membres ont des intérêts souvent divergents. Ces derniers prennent des décisions de manière autonome, sans tenir compte de l'impact de la dynamique interpersonnelle au sein de ces entités (Landström, 1992). Ils tendent à privilégier les tâches qui maximisent leur rémunération ou leur bien-être personnel (Kluvers & Tippett, 2011). Cette approche peut engendrer des coûts significatifs pour l'entreprise dans ses efforts de création de richesse. En effet, tandis que le principal (investisseur) a pour objectif d'investir son capital dans des entreprises afin d'en maximiser la rentabilité, les agents (entrepreneurs) voient dans la gestion de ces investissements un moyen potentiel d'acquérir des récompenses, du prestige et du pouvoir (Jensen et Meckling, 1976)

Un problème d'agence se manifeste entre l'entrepreneur et le financeur, car ces deux parties peuvent avoir des objectifs, parfois dissimulés, qui ne sont pas alignés et diffèrent en termes d'appétence au risque (Arthurs & Busenitz, 2003). Selon la théorie

de l'agence, les décisions des agents peuvent être perçues comme égoïstes et opportunistes. Le principal se trouve alors dans la nécessité de les surveiller. Cette asymétrie d'information entre managers et propriétaires engendre un risque de sélection adverse. Cette problématique se manifeste dans le cadre du financement par un entrepreneur qui surévalue, parfois inconsciemment, les qualités de son projet ou ses propres compétences afin de sécuriser les capitaux nécessaires (Harrison & Mason, 2017; Osnabrugge, 2000). Un autre risque, celui de l'aléa moral, survient lorsque le financeur craint que l'entrepreneur ne diminue son effort et son engagement envers les objectifs de croissance de l'entreprise (Bergemann & Hege, 1998; Fairchild, 2005). Dans cette situation, l'agent peut accorder une attention accrue à des activités qui semblent secondaires aux yeux du financeur. De tels comportements, à la fois contre-productifs et divergents, menacent la performance de l'organisation et, par conséquent, les intérêts des financeurs (Madison et al., 2017). À l'inverse, la présentation des aspects de durabilité d'un projet entrepreneurial de manière claire et mesurée peut augmenter les chances d'obtenir un financement de la part des BA (Bafera et al., 2022).

Afin de limiter les coûts d'agence, l'investisseur peut mettre en place des schémas d'incitation et de contrôle adaptés, dont le plus connu est le conseil d'administration. Une autre conception inclut l'élaboration de contrats complets afin de contrôler les comportements et intérêts de l'entrepreneur (Davis et al., 1997). La finalité de ces accords est de mettre en place des conditions de collaboration qui disciplinent, contrôlent et déterminent les sources extrinsèques de motivation, rendant ainsi l'entrepreneur moins enclin à prendre des risques (Priya, 2021). D'après Galbreath (2010), l'application de la théorie de l'agence suggère que l'investisseur doit explicitement mettre en avant la performance environnementale. Ainsi, l'instauration de mécanismes de gouvernance forts, comme la séparation des rôles entre président et directeur général, sera susceptible d'augmenter ce type de performance dans les organisations (Galbreath, 2010). À cet effet, inciter le management à communiquer des informations sur la performance environnementale constitue un mécanisme de contrôle efficace pour diminuer

l'asymétrie d'information du point de vue des actionnaires (Giannarakis et al., 2018). De plus, les entreprises qui excellent en matière d'environnement tendent aussi à obtenir de meilleurs résultats financiers (Secinaro et al., 2020). Cela indique que, du point de vue des actionnaires et des investisseurs, il est possible de concilier des objectifs financiers et écologiques, bien que cela exige une supervision stricte des dirigeants (Secinaro et al., 2020).

Selon une approche différente, la théorie de l'intendance se concentre sur la responsabilisation de l'agent (intendant), en lui offrant davantage de liberté d'action et de confiance (Davis et al., 2007; Davis et al., 1997). Ce modèle conceptuel se concentre sur l'individu possédant une motivation intrinsèque à contribuer aux objectifs de performance de l'organisation, ambitions qui sont supposées être partagées par toutes les parties prenantes (Chrisman, 2019). L'intendant est davantage guidé par les opportunités d'évolution, les réalisations, l'affiliation et l'estime de soi, qui sont des récompenses difficilement quantifiables. De cette manière, il s'aligne naturellement sur les objectifs de l'organisation et est pleinement impliqué. Selon Kluvers et Tippett (2011), la réussite de l'organisation est elle-même un accomplissement et un encouragement pour les individus, même en l'absence d'incitations financières ou de supposés intérêts économiques personnels. Cet axiome inhibe la propension des individus à réagir de manière émotionnelle ou impulsive et à avoir des comportements égoïstes et centrés sur leurs intérêts personnels. Même face à des objectifs divergents, l'intendant privilégie la collaboration avec les autres parties pour le bien commun (Block et Ulrich, 2023).

Les organisations régies par les principes de la théorie de l'intendance reposent sur le respect et l'expertise reconnue des parties. Ici, la notion de confiance est un élément fondamental pour réduire les coûts de collaboration entre les acteurs. L'organisation adopte une structure décentralisée avec un processus de prise de décision plus consultatif, accordant ainsi une plus grande liberté au manager (Davis et al., 2007). Bien qu'il puisse y avoir un comité de direction, ce dernier joue un rôle d'accompagnement ce qui peut favoriser une interaction constructive entre le principal et l'intendant (Keay, 2017). Dans cette

configuration, le manager (CEO) est à la tête du conseil stratégique, chargé de rendre compte de son comportement. L'utilisation du conseil pour cette reddition de comptes permet à l'intendant de maintenir sa légitimité et d'adopter une perspective réflexive sur ses décisions en tant que manager (Keay, 2017). Les entreprises soumises à des risques majeurs liés au changement climatique ont des mécanismes de coopération entre investisseurs et dirigeants qui semblent plus complexes que dans d'autres secteurs (Kruitwagen et al., 2017). Dans ce domaine encore peu exploré, Kruitwagen et al. (2017) ont mené une étude dans le secteur de l'énergie. Ils ont montré que la formation de coalitions actionnariales et le soutien actif de la direction, portant sur des résolutions fortes et des questions climatiques, ont permis de faire évoluer les pratiques des entreprises.

Si la théorie de l'agence demeure le cadre prédominant pour analyser le comportement post-investissement (Bergemann & Hege, 1998; Landström, 1992), le modèle de l'intendance reste peu utilisé dans les études de finance entrepreneuriale. L'étude menée par Arthurs & Busenitz (2003), est un exemple qui met en avant la pertinence de la théorie de l'intendance pour expliquer la relation à long terme entre investisseur et entrepreneur. Selon les auteurs, en apportant les capitaux, l'investisseur achète en quelque sorte l'idée et la vision de l'entreprise, alignant ainsi les intérêts des deux parties et favorisant une collaboration fondée sur la confiance réciproque. Cependant, ils soulignent que l'entrepreneur conserve une propriété psychologique de son idée, réduisant ainsi le risque de comportements déviants qui seraient incompatibles avec le succès de son projet. Bien que diverses études sur la relation post-investissement suggèrent une collaboration continue entre les deux acteurs, essentielle à la cocréation de valeur, elles n'indiquent pas explicitement l'adoption de ce cadre théorique.

3. Les enjeux actuels de la collaboration investisseurs et entrepreneurs « cleantech » : L'idée d'un continuum de la collaboration agent principal

Plusieurs recherches montrent la nécessité d'intégrer ces deux modèles théoriques pour mieux expliquer les relations au sein des organisations, en particulier dans le cadre des enjeux liés au changement climatique (Kruitwagen et al., 2017). Considérer l'agent uniquement comme un pur maximisateur d'intérêt personnel ou le définir strictement comme un intendant dévoué exclusivement au bien de son employeur peut rendre une vision simplifiée de la réalité organisationnelle (Madison et al., 2017; Priya, 2021). Pour Chrisman (2019), les individus peuvent expérimenter différents types d'intérêts ou d'objectifs. À des degrés variés, une personne peut prioriser son intérêt personnel tout en tenant compte de l'intérêt d'autrui. Il n'existe pas de déterminisme ex-ante (Davis et al., 1997). Ainsi, Chrisman (2019) souligne l'existence d'une hétérogénéité dans les comportements des individus, variant selon le contexte organisationnel et leur évolution dans le temps. Il n'est donc pas concevable de maintenir une séparation totale entre les deux cadres théoriques (Chrisman, 2019). Selon Kluyers et Tippett (2011), le modèle humain, loin d'être figé, évolue plutôt sur un continuum allant de l'agence à l'intendance, avec une notion d'éviction de la motivation intrinsèque par la motivation extrinsèque.

Les problématiques de collaboration ne sont pas uniformes tout au long du cycle de développement de l'entreprise. Selon Arthurs & Busenitz (2003), la théorie de l'agence est plus pertinente immédiatement après l'investissement, puis devient moins applicable, jusqu'à être inapplicable lorsque les intérêts des parties finissent par s'aligner. Dans une étude sur les entreprises familiales, Madison et al. (2017), constatent que les meilleurs niveaux de performance sont obtenus lorsque le système de gouvernance combine à la fois des éléments d'agence et d'intendance. Dans cette configuration, les comportements déviants et opportunistes sont significativement réduits. Parallèlement, ces mêmes auteurs trouvent que les comportements opportunistes sont plus fréquents dans les entreprises où un faible contrat d'agence est mis en place en parallèle d'un modèle de l'intendance fort. Kruitwagen et al. (2017) soutiennent que c'est lorsque les investisseurs sont unis et motivés par la volonté de répondre aux risques climatiques spécifiques que l'émergence d'une dynamique de

comportements d'intendance est la plus prononcée. Pour autant, l'étude des relations entre financeurs et entrepreneurs ne doit pas se focaliser uniquement sur le comportement. En effet, les conflits de collaboration ne découlent pas tant de l'application du paradigme de l'agence ou de l'intendance, mais plutôt de l'incompatibilité et de l'incongruité entre la manière dont un conseil d'administration agit en tant que groupe et la façon dont un directeur pense et se comporte (Priya, 2021). Chacun choisit une typologie managériale adaptée. Ainsi, les collaborations les plus complexes surviennent dans les cas où les choix des acteurs sont opposés. Dans de telles situations, une des parties peut ressentir un sentiment de frustration ou de trahison en raison du grand opportunisme de l'autre partie. Cependant, l'historique de la relation influencera probablement l'évolution de cette expérience de collaboration. Dans ces conditions, les deux cadres théoriques présentés précédemment semblent jouer un rôle essentiel dans la dynamique de collaboration entre un investisseur et un entrepreneur, en particulier dans le contexte de l'innovation verte, qui requiert un accompagnement spécifique et un rapprochement des objectifs des deux parties prenantes. Dans cet article, notre objectif est d'illustrer la réalité de cette collaboration à travers un projet qui a réussi à maintenir ses objectifs à la fois économiques et durables dans le temps.

4. Méthodologie : sélection du cas et analyse des données

Pour répondre à notre problématique, nous avons opté pour une approche qualitative et avons choisi une méthodologie basée sur l'étude de cas. Le contexte de notre analyse concerne une entreprise engagée dans le développement d'une innovation technologique dans le secteur automobile, potentiellement impactante en termes climatiques et sociaux. Une fois ses études finalisés, l'entrepreneur a souhaité s'engager dans l'établissement d'un projet entrepreneurial pouvant non seulement apporter une innovation radicale dans ce

domaine. Nous avons tout d'abord, rencontré l'entrepreneur afin d'appréhender son projet et ses ambitions, ainsi que son regard sur la réalisation potentiel de son projet. Les entretiens ont été menés sur une période de trois ans, de 2020 à 2023, à la fois en visioconférence et en présentiel, avec des investisseurs, l'entrepreneur et son équipe. Des sources secondaires ont également été exploitées, notamment lors de la visite de l'entreprise et du groupe d'investisseurs.

Initialement, le groupe d'investisseurs ne se focalise pas exclusivement sur des projets « Green ». Ces derniers se décrivent comme finançant des projets où ils peuvent relever des défis intéressants sur les plans humain, technique et technologique. Ils considèrent la dimension climatique comme un atout supplémentaire dans leur activité de financement, sans pour autant posséder un portefeuille exclusivement dédié aux projets « Green ». Toutefois, ces investisseurs ont déjà acquis une expérience dans le financement de projets à dimension écologique, y compris une expérience majeure impliquant la collaboration de divers acteurs politiques, financiers et structures d'accompagnement au sein d'une même région. L'entrepreneur se décrit lui-même comme étant motivé par le désir de relever des défis techniques et technologiques, tout en ayant une orientation « Green ». Il ne se définit pas comme une personne exclusivement axée sur un mode de vie uniquement orienté vers ce type d'actions. Cependant, bien qu'il considère sa vocation envers le domaine « Green » comme tardive, cette thématique lui semble essentielle. Il exprime le souhait d'apporter une contribution majeure dans ce domaine.

Tous les entretiens ont été intégralement retranscrits. Nous avons ensuite procédé à une analyse thématique de contenu en utilisant le logiciel NVIVO. Cette analyse s'est basée sur les caractéristiques d'une collaboration telles que définies par les deux théories abordées plus haut dans cet article (voir Tableau 1). L'objectif était d'identifier, sur la durée de vie de l'entreprise, les comportements spécifiques qui singularisent les actions de collaboration entre le BA et les entreprises.

Tableau 1 : Thématiques de codage des informations sur le cas

Théorie de l'agence	Théorie de l'intendance
---------------------	-------------------------

Les actions de sélection : activités permettant aux principales d'identifier l'agent le plus appropriés	
<ul style="list-style-type: none"> - « Due Diligence », sélection adverse, Aléa moral. - Investissement financier de l'entrepreneur. - Possibilité de participer activement à la constitution de l'équipe dirigeante. - Possibilité de participer activement à la stratégie/business model. - Inciter le manager à accorder un droit de contrôle élevé au capital-risqueur pour signaler qu'il est compétent, par rapport aux managers moins performants. - Financement en plusieurs étapes subordonnées. 	<ul style="list-style-type: none"> - Peu de choses sur la sélection. - Accent mis sur l'alignement des intérêts et des valeurs.
Les préférences : Indicateurs de résultat ou coproduction	
<ul style="list-style-type: none"> - Le principal donne des indicateurs de résultats à atteindre, indicateurs mesurables. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'agent préfère un processus de collaboration et avoir un pouvoir discrétionnaire pour réaliser les tâches. - Objectifs à long terme.
Les procédures : comment se déroule la collaboration entre les deux acteurs	
<ul style="list-style-type: none"> - Contractualisation durcie : clarifier et préciser les conditions de réalisation des tâches. - Contrat plus détaillé et plus long. 	<ul style="list-style-type: none"> - Contrat relationnel - Environnement de confiance - Gestion autonome, responsabilité partagée. - Collaboration relationnelles (face à face, proximité, conversation téléphonique participation à des évènements sociaux, se connaître personnellement), - Culture de collectivisme, low power distance
Les incitations pour atteindre les objectifs	
<ul style="list-style-type: none"> - Motivations basées sur les flux de trésorerie : valorisation « pre-money » - Rémunération du dirigeant en capital si les objectifs sont atteints. - Rémunération en capitaux propres si les objectifs sont atteints par les actions. - Phases d'investissement : on passe à l'étape 2 du financement si les objectifs sont atteints. 	<ul style="list-style-type: none"> - Réalisation de soi - Satisfaction personnelle - Développement personnel et professionnel
Monitoring : comment on obtient l'information sur les activités et la performance ?	
<ul style="list-style-type: none"> - Degré de contrôle dans le conseil. - Part importante dans le capital. - Observation directe et régulière par le principal. - Évaluation régulière des résultats à court terme. - Évaluation de la progression vis-à-vis des résultats à long terme. - Recherche d'informations auprès d'autres acteurs de l'organisation pour contrôler l'agent. 	<ul style="list-style-type: none"> - PDG également président du conseil d'administration. - L'intendant rend compte volontairement et selon la méthode qu'il aura défini.
Gestion des relations	
<ul style="list-style-type: none"> - Contrat formel. - Relation formelle. 	<ul style="list-style-type: none"> - Peu de hiérarchie. - Les parties sont considérées équivalentes dans la relation.

5. Résultats

Les différents entretiens menés dans le cadre de cette étude ont mis en évidence, conformément à la littérature existante, une variété de mécanismes déployés à deux moments clés : la phase de sélection en amont de l'investissement et la phase post-investissement. Chacune de ces phases se caractérise par des mécanismes distincts.

5.1 Les actions de sélection avec une communication persuasive de l'investisseur, un aspect anecdotique de la dimension « Green » du projet à ce stade.

Chez le financeur, la motivation pour investir réside dans « l'humain » et la « transmission de valeurs entrepreneuriales ». Cette volonté se manifeste à travers plusieurs étapes qui contribuent à renforcer et rassurer l'investisseur sur le projet, sa conduite et ses objectifs éventuels. « Nous organisons plusieurs présentations avec l'entrepreneur et son équipe afin de déterminer si le dossier peut être sélectionné pour instruction. Si le dossier franchit cette étape, nous entamons une phase d'instruction d'une durée minimale d'un mois. Cette phase doit être validée par l'ensemble des Business Angels de notre groupe pour que le projet puisse progresser ».

Cette collaboration résulte d'une approbation préalable par l'actionnaire de ce qui est considéré comme essentiel. Il s'agit notamment de la validation du pacte d'associés et des objectifs auxquels l'entrepreneur doit se conformer. L'investisseur aborde ces éléments sous un angle juridique et contractuel. Il est important que leur diffusion soit à la fois orale et écrite, afin de garantir que l'entrepreneur comprenne pleinement les termes du contrat et que leurs attentes respectives soient alignées sur les résultats escomptés. « Je disais, si on se met autour d'une table, on retranscrit tout ce qu'on a dit et on signe comme cela, nous sommes tous d'accord parce que dans deux ans tu ne me diras pas, j'ai déménagé avec ma femme et mes enfants, tu m'avais promis. J'ai dit, moi cela je n'en veux pas. Et c'est aussi leur amener, en leur expliquant mon vécu où ce que je leur demande, où je leur conseille, leur amener à

entendre que le pacte d'associé, il n'est pas là pour les pigeonner. Il est là pour proposer une base solide de notre association de pourquoi on investit autant d'argent, ce sur quoi, parce que nous aussi on a des engagements dans un pacte d'associés. Qu'on ne nous dise pas demain ouais mais les comités stratégiques ce n'était pas vrai ».

Pour l'investisseur, cette alternance entre transmission humaine, partage de savoir-faire et acceptation du cadre de contrôle de l'atteinte des objectifs favorise une bonne sélection au démarrage et établit les bases d'une relation de confiance. Par l'établissement de contacts sur le lieu de l'entreprise, l'investisseur recherche des valeurs communes et base sa future relation sur la transparence des responsabilités transmises à l'entrepreneur. Cette étape est vécue comme une période essentielle par l'investisseur, qui est prêt à un accompagnement « sans restriction » pour la réussite du projet financé. « À partir du moment où j'ai décidé d'investir dans une société. C'est parce que je leur fais confiance, s'ils ont besoin d'informations ou si je peux leur transmettre des choses de mon vécu. Mais je leur dis toujours, ce n'est pas moi qui gère la société et moi quand je parle, le poids sur les épaules, il n'est pas sur les miennes, il est sur les vôtres. Moi j'ai donné. Je suis là, je suis un pilier quand ils en ont besoin. Déjà, j'aime la relation humaine donc je vais voir les gens parce que j'ai envie de les voir, ils savent que je suis disponible nuits et jours pour eux. »

Pour l'entrepreneur au-delà de l'apport de compétence, un critère important de sélection du futur investisseur est sa réputation : « il était important que cet investisseur qui allait mettre un orteil dans le projet possède déjà une réputation ». Cette réputation a permis de faciliter l'écoute active et le processus de transmission ou d'apprentissage avec un acteur ou un groupe d'investisseurs reconnus, ce qui constitue un acte « rassurant à la fois pour le projet et le porteur de projet ». L'entrepreneur décrit le besoin de ressentir de la confiance « en des gens qui y croient aussi et prêt à se mouiller avec lui ». Par ailleurs, dans le contexte de son projet, l'entrepreneur confirme qu'il est parfois nécessaire de se faire challenger

dans la remise en cause du projet et de son aboutissement. Le partage d'une même passion est aussi important pour le début de la confiance dans cette phase pré investissement pour l'entrepreneur : *« c'est le sourire de l'investisseur, quand j'ai parlé de moto, il m'a montré qu'il était amateur de moto, je savais que j'allais avoir le financement »*. Cette conclusion marque le commencement d'une collaboration où les aspects écologiques, pourtant essentiels au projet, semblent devenir secondaires ou simplement anecdotiques lors de la phase de sélection.

5.2 Les mécanismes de collaboration post-investissement

5.2.1 Un entrepreneur à l'écoute et une responsabilité partagée

Dans le cas observé, l'investisseur adopte une posture d'accompagnement sans oublier ni occulter la notion de réussite du projet et de sa performance. Cette communication est établie sous forme documentaire, avec des remontées d'informations, ou bien par des piqures de rappel réalisées auprès de l'entrepreneur lors de visites ponctuelles. *« Alors moi, ce que je leur demande, c'est une remontée d'informations, de nous faire un tableau de bord assez régulier. Alors, j'ai été chef d'entreprise et je ne l'oublie pas. C'est-à-dire que quand on est chef d'entreprise, on a quand même énormément de choses à gérer. S'il faut faire du reporting pour faire du reporting, moi ça ne m'intéresse pas. Donc on a des choses, enfin notre groupe a une liste à leur soumettre, c'est-à-dire un certain nombre de points qui sont importants pour nous. Mais moi je préfère aller les gratter sur le terrain et en buvant un café »*. Cependant, la circulation de l'information ne se limite pas à une simple transmission unidirectionnelle à travers des outils formalisés. Elle est enrichie par des rencontres fréquentes et étroitement liées aux activités de l'entrepreneur. L'investisseur est proactif dans cet accès à l'information avec cette forme de collaboration relationnelle (face à face, proximité) qui caractérise le modèle de l'intendance.

Dans le cadre de notre analyse, l'entrepreneur financé possède peu d'expérience et collabore pour la première fois avec des investisseurs. Dans sa situation, il adopte une posture d'écoute active où

l'ensemble des conseils sur la gestion financière et le management sont perçus comme une source de savoir et un moment d'apprentissage. Pour l'entrepreneur, cette phase d'accompagnement constitue un échange collaboratif avec une partie prenante. *« Ce sont des entrepreneurs et des gens qui ont un vécu avec une envie de transmettre au-delà de celle d'investir. Ils ont une volonté de partager et d'avancer ensemble et d'aider les personnes. C'est une partie prenante au sein de l'entreprise avec laquelle on établit un véritable travail collaboratif tout en respectant les remontées d'informations ou les échanges demandés »*. Le contrat relationnel (distance de faible puissance) vient donc se greffer à la pratique traditionnelle de la gouvernance.

L'entrepreneur réaffirme cet esprit de collaboration sur le long terme en insistant sur le fait qu'il faut *« briser la glace »* dans l'éventualité d'une nouvelle levée de fonds et à qui *« il pourra éventuellement demander beaucoup plus »*. Nous pouvons constater que la collaboration entre l'entrepreneur et l'investisseur est rendue possible par la concomitance stratégique des actions de chacun des acteurs. Pour l'entrepreneur, répondre de manière positive aux demandes de l'investisseur, c'est aussi s'accorder *« une liberté stratégique »* et capitaliser sur la crédibilité de ses investisseurs actuels pour obtenir des fonds dans une perspective à plus long terme. L'entrepreneur a donc une vision personnelle de la relation qu'il entretient avec l'investisseur. Il garde le pouvoir tout en veillant à l'alignement des intérêts des deux parties.

L'entrepreneur voit l'investisseur comme l'acteur *« de mise en réseau »* de l'entreprise qui n'hésite pas à porter à la fois *« la casquette du groupe d'investisseur et de l'entreprise s'il le faut »*. Ce rôle joué par l'investisseur constitue un gain de temps qu'il n'a pas. L'investisseur de son côté voit cette fonction comme un moyen de s'assurer que l'entreprise entre en contact avec les *« bonnes personnes »*. Nous constatons que, bien que l'entrepreneur affirme conserver une certaine liberté stratégique dans la conduite de son projet, certains aspects sont pleinement gérés par l'investisseur lui-même ou par le groupe qu'il représente. On observe ainsi un mécanisme où la liberté accordée à l'entrepreneur est couplée à des comportements de responsabilités partagées.

Dans le prolongement de ce rôle, l'investisseur est également perçu comme une « aide en tant que potentiel client », même s'il ne possède pas les compétences techniques suffisantes pour intervenir sur l'aspect technologique du produit. Cette absence de savoir-faire chez l'investisseur n'est pas perçue comme un problème par l'entrepreneur, qui y voit une opportunité de progresser avec son équipe ou seul sur la dimension produit et les perspectives technologiques. Il en résulte que l'espace discrétionnaire du dirigeant s'articule autour d'une intervention limitée de l'investisseur, centrée sur les réseaux et le management de l'entreprise. Ainsi, l'entrepreneur préfère une expertise limitée de la part de l'investisseur, lui permettant de définir clairement sa propre zone d'action pour réaliser les tâches techniques.

5.2.2. Une cohabitation performance financière et modèle durable

Si une certaine liberté est accordée à l'entrepreneur concernant la conception de son produit et la concrétisation de son projet initial, l'investisseur, bien qu'il ne possède pas toutes les compétences techniques et technologiques, met à profit son expérience pour favoriser l'atteinte de performances financières « accélérées ». « *Sur les conseils de notre investisseur nous avons réalisé plusieurs scénarios d'avenir pour envisager la réalisation de notre projet initial mais aussi le développement d'activités annexes pour faire du chiffre le plus rapidement possible* ». La vision financière et les mesures de performance sont fermement ancrées au cœur de la collaboration. Cette dynamique est renforcée par le fait que l'acceptation des schémas proposés par l'investisseur se fait dans un contexte où le risque et l'incertitude sont particulièrement élevés, notamment en vue d'éventuelles prochaines levées de fonds ou si « *l'entrepreneur ne va pas chercher les leviers financiers avec de premières activités rentables, il ne pourra prétendre à une aide à plus long terme pour constituer une nouvelle levée de fonds avec les investisseurs actuels et également d'autres intervenants* ». Cet alignement des stratégies sur la performance de l'entreprise, tant en termes d'innovation que de performance financière, se concrétise par la proposition de scénarii par l'investisseur. Dans ces plans, le projet initial ou l'idée de départ est souvent présenté comme le moins

probable en termes de réussite et le plus risqué. Pour favoriser sa réussite, l'entrepreneur doit démontrer sa capacité à valider les autres scénarii présentés par l'investisseur, qui symbolisent la concrétisation d'une performance financière « avancée ». Ici, l'investisseur et l'entrepreneur possèdent des moyens d'incitation mutuelle soulignés par la va et vient entre théorie de l'agence et de l'intendance. En retour, cette situation le respect par les deux parties de l'accomplissement des objectifs initialement fixés.

L'entrepreneur n'accepte pas passivement les injonctions financières du BA. Il nous confirme maintenir son objectif initial et valide les demandes de l'investisseur qui, une fois réalisées, lui serviront de leviers et de garanties pour l'obtention de flux financiers futurs plus importants, essentiels à la concrétisation de son projet. Nous constatons que, bien que le projet initial demeure inchangé, le modèle économique de l'entreprise et de son projet ainsi que la stratégie prévue pour atteindre les objectifs sont ajustés pour garantir les ambitions financières de l'investisseur. Le projet principal devient ici secondaire et est repoussé à une perspective plus lointaine où l'intérêt primordial pour l'entrepreneur est de « *maximiser la rentabilité sur les innovations déjà développées et se concentrer sur leurs ventes auprès d'industries reconnues* ». Pour l'entrepreneur ce qui compte c'est que ses « *innovations contribuent toujours à diminuer l'impact climatique et social* » même si le projet de départ constitue « *la véritable avancée sur ce domaine* ». Selon lui, le business model reste « *le même mais c'est sa mise en place qui reste la plus complexe notamment en lien avec les financements qu'il reste à trouver et des futurs brevets qu'il faudrait déposer et qui ont un coût* ».

Pour l'investisseur, l'entreprise est en train de pivoter et de se poser comme un acteur de « *transferts technologiques qui commence à produire des gains financiers* ». Ce changement de modèle économique et cette évolution stratégique constitue un tournant essentiel où l'entrepreneur a su s'adapter à une « *vision complémentaire* » plutôt qu'à un « *virage à 90 degrés* ».

Enfin l'entrepreneur décrit cette relation investisseur-entrepreneur comme « *paternel qui influe sur la stratégie de l'entreprise* ».

Pour le dirigeant cette vision de la relation ne constitue pas une contrainte mais « *un mode d'accès à la réussite de son projet et à l'ouverture d'autres perspectives liées à son modèle économique* ». L'entrepreneur est conscient qu'en allant prospecter des financements il va chercher « *des niveaux de lectures qui ne sont les leurs sans pour autant qu'ils constituent une opposition ou une contrainte* ». Enfin, si l'aspect écologique du projet peut sembler anecdotique, dans la phase de sélection, nous constatons que dans la phase post-investissement cette ambition conserve toute sa place pour l'entrepreneur.

6. Discussions

Dans cette recherche, nous illustrons comment, à chaque étape de la collaboration entre le BA et l'Entrepreneur, divers mécanismes cohabitent pour créer un environnement de travail sain. Pour l'investisseur, il s'agit d'instaurer un climat de confiance avec le « jeune entrepreneur » en proposant un accompagnement adapté à ses besoins et demandes. Et ce, tout en veillant aux prérogatives nécessaires pour le suivi du projet et la garantie de potentielles performances financières en termes d'innovation. La proximité, par exemple, est appréciée par l'entrepreneur, mais est également perçue par l'investisseur comme un moyen d'observer le comportement, de compléter les informations et de confronter les approches, sans jamais mettre en doute l'opportunisme du dirigeant. Cette relation, constituée « d'allers-retours » entre différentes modalités de collaboration (Le Breton-Miller et al., 2011), permet de satisfaire les objectifs de performance des deux parties (Chrisman, 2019 ; Davis et al., 1997 ; Madison et al., 2017). Dans le contexte des difficultés de financement et de l'incertitude du projet, l'investisseur peut encourager la modification du modèle économique initial de l'entrepreneur afin de garantir une performance financière accélérée. En contrepartie, le respect des recommandations de l'investisseur et l'alignement aux schémas proposés par celui-ci permettent à l'entrepreneur de continuer à obtenir un soutien et de garantir le succès de son projet, grâce à la crédibilité et à la réputation de l'investisseur qui l'accompagne.

L'entrepreneur apprécie le fait de garder le contrôle sur les aspects techniques et peut profiter des compétences de l'investisseur sur d'autres aspects. Ce contrôle financier se manifeste notamment par un pacte d'actionnaires et l'élaboration de scénarios financiers que l'entrepreneur doit accepter. L'investisseur maintient également des reportings périodiques pour évaluer la progression vers les objectifs fixés. Ainsi, chaque acteur dispose de sa zone de contrôle exclusive et reconnaît l'autorité de l'autre dans son domaine respectif. La collaboration pleine et entière entre les deux acteurs se manifeste principalement dans les domaines du management et du marché. Cette « division » des rôles pour le contrôle nous semble conduire à des mécanismes de collaboration variés. Nous remettons en question l'idée d'un déterminisme ex-ante du style de collaboration (Davis et al., 1997). Le choix d'un style se fait en fonction du contexte spécifique. Ces observations représentent pour nous des résultats préliminaires sur les facteurs susceptibles d'induire un passage du modèle d'agence au modèle de l'intendance, et vice versa (Davis et al., 1997 ; Keay, 2017). Des études futures sont nécessaires pour explorer plus en profondeur ces aspects.

La relation observée illustre une gestion de paradoxe dans la collaboration, comme le soulignent Cunha et al. (2021). Par exemple, l'investisseur amène l'entrepreneur à accepter un outil de contrôle classique, tel que le pacte d'actionnaires, tout en valorisant sa responsabilité dans la collaboration. À cette fin, l'investisseur utilise une communication persuasive, ancrée dans la transparence et s'appuyant sur son propre succès pour légitimer sa position dominante, perçue ainsi par l'entrepreneur (Panda et al., 2020). Ce dernier, dans une perspective stratégique, cherche à tirer profit de cet accompagnement et de cette réputation pour lever des fonds futurs et envisage d'évoluer vers d'autres profils d'investisseurs. Il reconnaît également que ces derniers pourraient proposer d'autres ou de nouveaux modèles économiques pour son entreprise et son projet. Ces comportements ne semblent pas découler d'un opportunisme. En effet, les parties ne mentionnent pas de comportements déviants, de malhonnêteté ou de malversation, mais insistent plutôt sur la transparence, la compréhension mutuelle, la confiance et la proximité.

Dans ce contexte, l'écoute active de l'entrepreneur peut être interprétée comme une volonté de collaborer avec l'investisseur et de répondre à ses demandes, tout en évitant des conflits. En accordant cette attention à l'investisseur, l'entrepreneur perçoit un moyen de conserver une certaine liberté stratégique, où l'investisseur devient un atout réputationnel dans la perspective de renouveler les flux financiers.

En définitive, cette forme de collaboration s'établit sur la base de la satisfaction dans la réalisation d'acceptations et de « contraintes » négociées par l'un ou l'autre des acteurs, ainsi que par le respect dans l'exécution des demandes formulées. Ainsi, l'investisseur peut favoriser l'établissement de mécanismes disciplinaires sans les rendre excessivement contraignants, tout en facilitant l'obtention de l'information en se positionnant comme un partenaire de proximité.

Ces "allers-retours" entre la théorie de l'agence et celle de l'intendance permet à l'investisseur, ainsi qu'à l'entrepreneur, d'offrir des incitations qui, en contrepartie, permettront à chacun des deux acteurs de respecter l'atteinte des premiers objectifs. Cela est vrai même si le parcours s'avère plus long et nécessite de franchir des étapes que ni l'entrepreneur, ni l'investisseur ne souhaitent qualifier de contraintes, pourvu qu'elles s'inscrivent dans un esprit de collaboration. Dans cette approche, l'investisseur est perçu comme un accompagnateur et vise à maximiser les chances d'un retour sur investissement ainsi que d'un gain. Toutefois, la question reste ouverte concernant l'ouverture du capital de l'entreprise à d'autres investisseurs, qui peuvent imposer de nouvelles contraintes ou être en désaccord avec les modèles établis.

Nous nous interrogeons également sur ce type de relation lorsque les acteurs investisseurs et entrepreneurs ne trouvent pas d'incitations correspondant à l'alignement des schémas espérés. Bien que notre cas porte sur une collaboration a priori réussie, des études de cas comparatives seraient utiles pour analyser toutes les configurations possibles.

Cette recherche nous permet de contribuer à la littérature sur le financement vert. Toutefois, même si le BA est un acteur majeur, notre connaissance de son comportement vis-à-vis du financement de

projets verts reste limitée. Dans notre cas, les BA impliqués dans le projet sont des « light green », comme décrit par Siefkes et al., (2023). Nous confirmons les résultats de ces auteurs qui n'observent pas de comportements de collaboration particulier liés aux objectifs verts. Notre étude se distingue par son focus sur la forme de la collaboration plutôt que sur son contenu. Des études comparatives seraient également nécessaires pour apporter d'autres contributions significatives à la finance entrepreneuriale.

Conclusion

Cette recherche offre l'opportunité d'observer les pratiques de collaboration entre investisseurs et entrepreneurs, afin d'enrichir la théorie sur la complémentarité entre les deux approches théoriques fondamentales dans la collaboration entre parties prenantes. Pour ce faire, nous avons mené une étude de cas impliquant des investisseurs, un entrepreneur et son équipe, axée sur l'établissement d'un projet innovant et « Green ».

Nos résultats tendent à montrer que l'organisation de la collaboration entre investisseurs et entrepreneurs dans le cadre d'un projet innovant à impact climatique est caractérisée par des « allers-retours » entre la théorie de l'agence et celle de l'intendance. Ces va-et-vient favorisent la mise en place d'incitations par l'investisseur, permettant à ce dernier de répondre favorablement au changement du modèle économique proposé par rapport au business model initial, dans le but de garantir une performance innovante et financière accélérée. Pour l'entrepreneur, l'acceptation de ces conditions devient une condition essentielle pour obtenir des financements futurs et réaliser son projet initial. Dans ce contexte, l'entrepreneur acquiert une certaine liberté stratégique et tente de mobiliser la crédibilité et la réputation de son investisseur comme un levier lui permettant de garantir un accès à de nouveaux financements.

Si au départ la dimension « Green » du projet peut sembler anecdotique, en particulier dans la phase de sélection, nous constatons que dans la phase post-investissement cet objectif écologique conserve une place primordiale pour l'entrepreneur.

Ce cadre pose certaines limites notamment au regard de nouveaux investisseurs avec un modèle ne correspondant plus au « Patient Capital » qui pourraient venir contraindre l'équilibre de cette relation.

Bibliographie

Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(2), 145–162.

Baeyens, K., & Manigart, S. (2003). Dynamic Financing Strategies: The Role of Venture Capital. *Journal of Private Equity*, 7(1), 50–58.

Bafera, J., Kleinert, S., Guenther, C., & Volkman, C. K. (2022). Attracting business angels: Does signalling sustainability pay off for commercial ventures? *Academy of Management Proceedings*, 2022(1).

Bergemann, D., & Hege, U. (1998). Venture capital financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 703–735.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613–673.

Bergman, J.-P., Hajikhani, A., & Blomqvist, K. (2019). Emergence and development of the cleantech industry: A cognitive construction approach. *Journal of Cleaner Production*, 233, 1170–1181.

Bergset, L. (2015). The Rationality and Irrationality of Financing Green Start-Ups. *Administrative Sciences*, 5(4), Article 4. <https://doi.org/10.3390/admsci5040260>

Bergset, L. (2017). Green start-up finance – where do particular challenges lie? *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 24(2), 451–575.

Bessière, V., & Stéphan, E. (2015). Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie*, 18–4.

Block, J., & Ulrich, L. (2023). Are family owners and managers good stewards in global crises? Evidence from stock market

reactions to Covid-19. *Journal of Family Business Strategy*, 14(1).

Botelho, T., Mason, C., & Chalvatzis, K. (2023). 50 Shades of Green—Angel Investing in Green Businesses. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 70(3), 950–962.

Bottazzi, L., Rin, M. D., Ours, J. C. van, & Berglöf, E. (2002). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 17(34), 231–269.

Cassar, G. (2014). Industry and startup experience on entrepreneur forecast performance in new firms. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 137–151.

Chrisman, J. J. (2019). Stewardship Theory: Realism, Relevance, and Family Firm Governance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(6), 1051–1066.

Cunha, M. P. e, Rego, A., Clegg, S., & Jarvis, W. P. (2021). Stewardship as process: A paradox perspective. *European Management Journal*, 39(2), 247–259.

Davis, J., Frankforter, S., Vollrath, D., & Hill, V. (2007). An Empirical Test of Stewardship Theory. *Journal of Business & Leadership: Research, Practice, and Teaching (2005-2012)*, 3(1), 40–50.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.

Fairchild, R. (2005). The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions. http://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_id=711845&rec=1&srcabs=361200.

FranceInvest (2021). Etudes sur la création de valeur et sur la croissance & l'emploi dans les start-up, PME et ETI françaises accompagnées par les acteurs du capital-investissement, FranceInvest. https://www.franceinvest.eu/wpcontent/uploads/2022/04/CP_Etudes_France_Invest_E_Y_Creation_de_Valeur_Emploi_15122021_DEF.pdf

- Galbreath, J. (2010). Corporate governance practices that address climate change: An exploratory study. *Business Strategy and the Environment*, 19(5), 335-350.
- Giannarakis, G., Zafeiriou, E., Arabatzis, G., & Partalidou, X. (2018). *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 281-294.
- Harrer, T., & Owen, R. (2022). Reducing early-stage Cleantech funding gaps: An exploration of the role of Environmental Performance Indicators. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 28(9), 268-288.
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2017). Backing the horse or the jockey? Due diligence, agency costs, information and the evaluation of risk by business angel investors. *International Review of Entrepreneurship*, 15(3).
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the Unknowable The Effectiveness of Early-stage Investor Gut Feel in Entrepreneurial Investment Decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 634-670.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keay, A. (2017). Stewardship Theory: Is Board Accountability Necessary? *International Journal of Law and Management*, 59, 1292.
- Kluvers, R., & Tippett, J. (2011). An exploration of stewardship theory in a Not-for-Profit organisation. *Accounting Forum*, 35(4), 275-284.
- Kruitwagen, L., Madani, K., Caldecott, B., & Workman, M. H. W. (2017). Game theory and corporate governance: Conditions for effective stewardship of companies exposed to climate change risks. *Journal of Sustainable Finance & Investments*, 7(1), 14-36.
- Landström, H. (1992). The relationship between private investors and small firms: An agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4(3), 199-223.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Lester, R. H. (2011). Stewardship or Agency? A Social Embeddedness Reconciliation of Conduct and Performance in Public Family Businesses. *Organization Science*, 22(3), 704-721.
- Levratto, N., & Tessier, L. (2016). Business angels et performance des entreprises: Une analyse empirique sur données françaises. *Innovations*, 49, 141-176.
- Madison, K., Kellermanns, F. W., & Munyon, T. P. (2017). Coexisting Agency and Stewardship Governance in Family Firms: An Empirical Investigation of Individual-Level and Firm-Level Effects. *Family Business Review*, 30(4), 347-368.
- Mason, C., Botelho, T., & Harrison, R. (2019). The changing nature of angel investing: Some research implications. *Venture Capital*, 21(2-3), 177-194.
- Ola, A. M., Deffains-Crapsky, C., & Dumoulin, R. (2019). Vers une nouvelle approche de l'investissement en amorçage: Un raisonnement à travers la théorie de l'alignement structurel. *Finance Contrôle Stratégie*, NS-5.
- Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2(2), 91-109.
- Owen, R., Brennan, G., & Lyon, F. (2018). Enabling investment for the transition to a low carbon economy: Government policy to finance early stage green innovation. *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 31, 137-145.
- Owen, R., Lehner, O., Lyon, F., & Brennan, G. (2020). Early stage investing in green SMEs: The case of the UK. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, 8, 163-182.
- Panda, S., Srivastava, S., & Pandey, S. C. (2020). Nature and evolution of trust in business-to-business settings: Insights from VC-entrepreneur relationships. *Industrial Marketing Management*, 91, 246-256.
- Priya, K. (2021). Board-CEO Fit: Is There a Need for Agents and Stewards to Match the Principal? *International Leadership Journal*. Winter 2021, Vol. 13 Issue 1, P47-65. 19p., 13(1), 47-65.

- Secinaro, S., Brescia, V., Calandra, D., & Saiti, B. (2020). Impact of climate change mitigation policies on financial performance: Evidence-based on European publicly listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2491-2501.
- Shepherd, D. A., Zacharakis, A. L., & Baron, R. A. (2003). VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18(3), 381-401.
- Siefkes, M., Bjørgum, Ø., & Sørheim, R. (2023). Business angels investing in green ventures: How do they add value to their start-ups? *Venture Capital*, 0(0), 1-30.
- Sullivan, M. K., & Miller, A. (1996). Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36(1), 26-35.
- Wales, W., Cox, K. C., Lortie, J., & Sproul, C. R. (2019). Blowing Smoke? How Early-Stage Investors Interpret Hopeful Discourse within Entrepreneurially Oriented Business Plans. *Entrepreneurship Research Journal*, 9(3).
- Wirtz, P., Bonnet, C., Cohen, L., & Haon, C. (2020). Investing Human Capital: Business Angels and A active involvement in Business Angel Groups. *Revue de l'Entrepreneuriat*, Vol. 19(1), 43-60.
- Xiang, X., Liu, C., & Yang, M. (2022). Who is financing corporate green innovation? *International Review of Economics & Finance*, 78, 321-337.