



HAL
open science

Dynamiques de Gouvernance dans l'Écosystème des Start-ups Innovantes

Abdel Malik Ola, Jonathan Labbé, Stéphane Koffel

► To cite this version:

Abdel Malik Ola, Jonathan Labbé, Stéphane Koffel. Dynamiques de Gouvernance dans l'Écosystème des Start-ups Innovantes. Kirsten Burkhardt-Bourgeois; Évelyne Poincelot. Gouvernance des organisations : Retour sur les apports de Gérard Charreaux, Presses universitaires de Provence., pp.121-129, 2025, Collection Travail & gouvernance, 979-10-320-0542-2. <hal-04913018>

HAL Id: hal-04913018

<https://hal.science/hal-04913018v1>

Submitted on 10 May 2025

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.



Copyright - All rights reserved

Dynamiques de Gouvernance dans l'Écosystème des Start-ups Innovantes

Introduction

Depuis les travaux précurseurs de Berle et Means (1932) jusqu'à ce jour, l'entreprise, et sa structure de gouvernance, sont un objet de recherche qui a donné lieu à une littérature abondante. De nombreuses théories se sont développées autour de cette thématique ; développements liés à l'étude approfondie de cet objet de recherche, mais également par l'émergence, au fil des décennies, de différents acteurs, et par la prise en compte de dimensions diverses dans l'approche de la gouvernance. Ces problématiques de gouvernance interviennent à chaque stade de développement des entreprises, dont la première est l'entreprise en phase de démarrage. Nous nous proposons, dans ce chapitre, d'étudier la gouvernance de ces jeunes entreprises, et plus particulièrement celles qui sont porteuses d'innovation, communément appelées « start-ups ».

La gouvernance d'entreprise est un axe important pour les start-ups dont les différentes phases de croissances nécessitent une réorganisation de l'actionnariat impliquant des parties prenantes dont les objectifs ne sont pas toujours cohérents. On note principalement la coexistence des acteurs privés et publics. La start-up reflète ainsi, à travers la diversité de son actionnariat, un conflit classique entre les majoritaires et les minoritaires, auquel peut s'ajouter celui entre le public et le privé, ainsi que l'intendance. Deux dimensions nous semblent importantes à aborder vis-à-vis de cette gouvernance :

- (1) La gouvernance des firmes entrepreneuriales, permet de requalifier une des assertions fondamentales de la théorie financière de la gouvernance. En effet, selon celle-ci le droit de propriété sur une entreprise appartient à la partie qui apporte les ressources financières nécessaire à l'activité, soit l'investisseur en capital. Ce dernier étant un créancier résiduel, doit donc contrôler l'entreprise afin de s'assurer qu'elle maximisera ses intérêts. La configuration des start-ups ne respecte pas toujours ce principe fondamental de la gouvernance, et questionne la source du pouvoir et son influence sur la création de valeur durable.
- (2) Une deuxième particularité des start-ups est le caractère collectif de leur propriété qui fait penser à une organisation plus susceptible d'être un objet de gouvernance partagée. Cette approche considère que les parties prenantes sont contributrices à l'activité de l'entreprise en termes de capital humain et social, mais ne sont que faiblement considérés comme des investissements octroyant un droit au droit de propriété. D'ailleurs elle remet en cause la suprématie d'une propriétaire financière des entreprises. Dans la théorie traditionnelle de la gouvernance, le débat semble être sur la manière les actionnaires minoritaires peuvent éviter de se faire exproprier par les majoritaires. En considérant les autres sources de propriété et la diversité des parties prenantes, il nous semble que le débat sur la gouvernance des start-ups ne doit pas seulement être posé en termes de conflits (financière et cognitif) à résoudre. Des notions de confiance réciproques et de motivations intrinsèques à aligner les intérêts sont

centrales dans ces entreprises. Elles appellent donc à des cadres théoriques complémentaires.

Après avoir précisé les spécificités de ces firmes au regard des mécanismes de financement, nous présenterons différentes approches théoriques ayant trait aux relations entre investisseurs et dirigeants, et ainsi à la gouvernance des start-ups.

1- La firme entrepreneuriale et la problématique de l'accès aux ressources.

1.1 Les difficultés d'accès au financement des start-ups.

Les recherches s'intéressant au financement des entreprises en phase de démarrage étudient les interactions entre la firme entrepreneuriale et les différents acteurs du champ de la finance entrepreneuriale. Ce processus est complexe et dynamique. Une firme entrepreneuriale est fortement dépendante de l'accès à un ensemble de ressources, qu'elles soient financières ou cognitives, afin de pouvoir se développer.

Une start-up est une entité créée autour d'une stratégie d'innovation, ayant un fort potentiel de croissance (Matthews et Scott, 1995). La dimension stratégique, au centre de l'action entrepreneuriale, nécessite la combinaison de différentes ressources. Cette capacité de combinaison dépend des ressources spécifiques de l'entreprise (matérielles, immatérielles, financière). La croissance et la survie d'une entreprise seraient, pour Penrose (1959) fonction de ses ressources. Or, dans le cadre d'une firme entrepreneuriale, l'accès aux ressources demande de surmonter différents problèmes liés à certaines caractéristiques de ces entreprises.

Tout d'abord, dans une start-up, le dirigeant, ou l'équipe dirigeante, concentrent à la fois la fonction de manager mais aussi de propriétaire (Jensen et Meckling, 1976). Afin de poursuivre les objectifs de croissance fixés, l'accès à de nouvelles ressources de financements peut s'en trouver complexifiée. En effet, l'ouverture du capital présentant un risque de perte de contrôle du fondateur sur sa propre entreprise, les coûts d'agence sont de fait élevés, les intérêts et objectifs de nouveaux investisseurs pouvant être différents de ceux du ou des fondateurs ou dirigeants (Bonnet et Wirtz, 2011).

De plus, une start-up se caractérise par une forte asymétrie d'information. Les start-ups sont des entreprises privées, n'ayant pas d'historique, et dont le caractère innovant peut amener l'entrepreneur à ne pas divulguer d'informations stratégiques, pour limiter les risques de plagiat (Berger et Udell, 1998; Cumming et *al.*, 2019), mais également dans l'optique d'une stratégie d'enracinement (le fondateur ne divulgue pas volontairement certaines informations afin de se rendre irremplaçable (Charreaux, 2005a). Enfin, au-delà de l'asymétrie d'information, il existe également une asymétrie de connaissances (Bonnet et Wirtz, 2011). La compréhension du caractère innovant des start-ups étant dépendant des compétences et connaissances spécifiques de chaque individu, l'accès à de nouvelles ressources ne peut se faire qu'à condition que ces nouveaux apporteurs (investisseurs) soient en mesure de cerner les enjeux stratégiques de la firme entrepreneuriale.

Tous ces éléments permettent de souligner la difficulté, pour une start-up, d'accéder à de nouvelles ressources pour financer sa croissance avec les risques associés, selon les termes d'Akerlof (1970), à savoir le risque de sélection adverse et d'aléa moral. Cette situation peut être à l'origine de coûts de recherche d'information sur le projet rendant complexe la décision d'un investisseur, mais également, des coûts liés au contrôle de l'action du dirigeant. La start-up étant aussi caractérisée par une asymétrie de connaissances, Bonnet et Wirtz, (2011)

évoquent d'autres coûts liés à l'acquisition de compétences et de connaissances afin de faciliter le dialogue entre le dirigeant, et de nouveaux investisseurs.

En raison des divers risques et coûts identifiés, l'ouverture du capital d'une start-up à de nouveaux investisseurs est limitée, avec une forte caractéristique d'illiquidité des titres. Cela conduit à la mise en place de mécanismes de réduction des risques et renforce la gouvernance de ces entreprises.

1.2 Des enjeux de gouvernance avec une multiplicités d'acteurs : vers une remise en cause des fondamentaux de la gouvernance classique.

Charreaux, (1997) définit la gouvernance des entreprises comme « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ».

Elle inclut un suivi actif de l'investissement, des clauses spécifiques dans le cadre d'un pacte d'actionnaire et le recours à du co-investissement pour mutualiser les besoins financiers et partager les risques.

Par extension de cette perspective « actionnariale » de la relation entre investisseurs et dirigeants, d'autres théories ont émergé.

De nombreux auteurs (Madill et *al.*, 2005; Charreaux et Wirtz, 2007; Bonnet et Wirtz, 2011) se sont intéressés à une vision « cognitive » de la relation investisseurs-dirigeants, définissant cette dernière non plus comme un « nœud de contrat » (Charreaux, 1997), mais comme « un répertoire de connaissances ». Il en résulte un partage de connaissances entre les acteurs, visant à favoriser le processus de création de valeur, au centre des problématiques de la jeune firme entrepreneuriale. Par ailleurs, la théorie cognitive de la gouvernance accorde une place importante à la capacité de l'entreprise à coordonner les schémas cognitifs des parties prenantes, à faciliter la coordination des acteurs dans la perception et la construction des nouvelles opportunités (Certhoux et Zenou, 2006).

L'ouverture du capital, et l'intervention de nouveaux investisseurs seraient ainsi, dans une vision élargie de la gouvernance d'entreprise, un lieu à la fois : de contrôle de l'action du dirigeant par de nouveaux investisseurs ; un lieu d'échange et de création de valeur par une implication active de nouveaux actionnaires au sein d'un projet à fort potentiel de croissance. Ces différentes visions sont non exclusives, et souvent complémentaires, dans le cadre d'une start-up, qui, pour ses besoins de croissance, doit faire appel à différents types d'investisseurs. Historiquement, une start-up se finance :

- par son ou ses fondateurs
- par son « premier cercle », à savoir la famille, les amis, l'entourage.

Cependant, compte-tenu du caractère innovant de cette dernière, ses besoins de financement en fonds propres nécessitent rapidement l'arrivée d'investisseurs « professionnels », à savoir :

- les Business Angels : souvent d'actuels ou anciens dirigeants, possédant un savoir-faire dans le secteur, la technologie, le produit/service proposé.
- le Private Equity : des investisseurs en capital dans des entreprises à fort potentiel de croissance.
- l'Equity-Crowdfunding : forme la plus récente de financement des start-ups, qui mobilise de nombreux contributeurs individuels (« la foule »), experts ou non, permettant des levées de fonds supplémentaires (Bessière et Stéphany, 2014).

- des investisseurs « institutionnels », par la mise en place de programmes et/ou de partenariats, de co-investissement, entre acteurs publics et privés.

Dans ce contexte, la gouvernance des start-ups, permet de requalifier une des assertions fondamentales de la théorie financière de la gouvernance. En effet, selon celle-ci le droit de propriété sur une entreprise appartient à la partie qui apporte les ressources financières nécessaire à l'activité, soit l'investisseur en capital. Ce dernier étant un créancier résiduel, doit donc contrôler l'entreprise afin de s'assurer qu'elle maximisera ses intérêts.

Nous observons aujourd'hui dans les start-ups une situation fondamentalement différente. Certes elle implique des investisseurs financiers dans les premières années les plus critiques et incertaine, mais l'entrepreneur reste le propriétaire majoritaire de son entreprise. Grandori, (2024) justifie cette situation par le fait que la théorie de l'entrepreneuriat considère le capital humain de l'entrepreneur comme investissement donnant droit à la propriété. Cette expertise est transférée à l'entreprise pour devenir sa propriété et, par conséquent, être rémunérée en retour en tant que telle.

Dans ses premières années de vie, la jeune start-up a besoin d'un entrepreneur qui est à la fois le technicien de l'idée mais aussi le commercial et le manager le plus apte pour faire grandir l'entreprise.

À ce titre, la start-up met en œuvre une gouvernance dite hybride où le droit de propriété est fonction des ressources humaines et autres actifs clé investis. En conséquence, Grandori, (2024) identifie la mise en plus des mesures qui contraignent les investisseurs de capital humain critique à être impliqué dans le long terme dans l'entreprise (contrôle des organes des décisions de l'entreprise, remise en cause de la séparation entre la direction et conseil d'administration, majorité dans le capital pour profiter de la valeur créée etc). La théorie de la finance entrepreneuriale vient ainsi casser le débat entre "*shareholders*" et "*stockholders*" en définissant la propriété de l'entreprise comme une rémunération de la transmission de ressources clés à cette dernière (Grandori, 2024).

Par ailleurs, l'autre spécificité de la start-up c'est l'attachement psychologique de l'entrepreneur à son entreprise (Arthurs & Busenitz, 2003). En effet, l'entrepreneur a une propriété psychologique de son idée, ce qui réduit le risque de comportements déviants incompatibles avec le succès de son projet. Cette situation représente en elle-même un mécanisme intéressant d'alignement des intérêts des parties prenantes.

La gouvernance d'une start-up nécessite ainsi un « maillage » spécifique de son système en raison de ses besoins de croissance. Nous nous proposons, dans la suite de ce chapitre, d'aborder deux points relatifs à la gouvernance des start-ups :

- Les relations entre investisseurs publics-privés.
- Le cadre des interactions post contractuelles entre les parties prenantes.

2- Une gouvernance partagée entre capital-investisseurs public et privé.

2.1 Le contrôle comme enjeu des relations entre capital-investisseurs : la perspective disciplinaire

Un aspect complémentaire de la gouvernance des entreprises innovantes concerne les relations entre investisseurs. Cette situation peut représenter un contexte où des divergences d'intérêts et de représentations de la valeur peuvent créer des conflits. Toutefois, ces difficultés peuvent être réduites par la mise en place de mécanismes d'incitations et de contrôle. Nous

souhaitons nous intéresser ici, à la perspective des relations entre capital-investisseurs publics et privés.

Cette dernière peut, dans un premier temps, être décrite selon une relation d'agence. En effet, cette approche suggère que les interactions entre acteurs publics et privés peuvent être envisagées comme « une relation de coopération permettant de réaliser des effets de synergie dus à une production conjointe » (Alchian et Demsetz, 1972, p. 779; Burkhardt, 2018).

À un stade précontractuel, la mise en place de contrats peut faciliter l'échange d'information et réduire l'asymétrie informationnelle. Parallèlement, l'exécution de mécanismes informels comme la confiance ou la réputation peuvent également contribuer à la diminution des coûts d'agence. Cette perspective nous oriente vers la phase post-contractuelle où des conflits d'intérêts peuvent naître.

Dans cette situation, les relations entre CI publics et privés peuvent avoir pour ambition de limiter les comportements opportunistes du dirigeant par l'établissement d'un contrat (Milgrom et Roberts, 1997; Pouget et Stéphany, 2002). Bonnet (2020, p. 6), précise ainsi, que l'un des aspects les plus intéressants de l'étude de ces relations réside dans « la tension entre contrôle et coopération ». Cette approche, peut de cette manière, nous aider à comprendre si la mise en place d'une discipline financière et l'exercice d'un contrôle par les capital-investisseurs publics et privés peut nuire à la coopération entre les investisseurs et le dirigeant (Bonnet, 2020). Dans le cas contraire, cette perspective peut être utile pour vérifier si « un niveau élevé de confiance interpersonnelle et donc de coopération est susceptible de réduire le niveau de contrôle exercé sur les partenaires » (Bonnet, 2020, p. 7). Cette approche peut également nous permettre d'observer si les conditions d'intervention de l'acteur public liées à un contexte politique peuvent constituer une contrainte au sein de la relation avec le CI privé et/ou le dirigeant et ainsi porter atteinte à l'intérêt direct de l'entreprise (Charreaux, 1997).

Toutefois, nous pouvons noter que l'approche disciplinaire propose un cadre statique du lien entre financement et gouvernance des entreprises. Par conséquent, il semble primordial d'observer l'interaction de ces deux acteurs au sein d'une dimension complémentaire qui propose un cadre dynamique où la création de valeur « ne se réduit pas à un simple problème de discipline mais comporte également une dimension cognitive » (Wirtz, 2006, p. 1, 2011; Bonnet, 2020).

Par ailleurs, « les visions coercitives (rôle de contrôle et de surveillance des mécanismes de gouvernance) et cognitives (rôle de conseil, d'accompagnement et d'apport de ressources) de la gouvernance sont cruciales pour décrire les structures de gouvernance des entreprises innovantes (Charreaux, 2008) » (Tarillon, 2017, p. 147). En effet, de nombreuses recherches réunissent les perspectives disciplinaires et cognitives, qualifiées d'approche synthétique car elles constituent une conception complémentaire pour analyser la gouvernance des entreprises. Tout comme la relation investisseur-dirigeant, les interactions entre CI publics et privés peuvent être analysées par le biais de différents cadres conceptuels.

Ainsi, si nous considérons que « l'efficacité dans le champs de la gouvernance actionnariale est en général celui de la maximisation de la valeur actionnariale » (Bonnet, 2020, p. 7), nous pouvons également estimer que « cet objectif peut être atteint en mobilisant des leviers autres que les seuls leviers disciplinaires, en particulier les leviers cognitifs » (Bonnet, 2020, p. 7).

De surcroît, le cadre disciplinaire de la gouvernance peut présenter certaines limites. En conséquence, l'hypothèse d'un financement par syndication mixte qui implique un plus grand nombre d'apporteurs de fonds et de parties prenantes peut souligner les difficultés pour ce cadre théorique à expliquer ou résoudre de nouveaux problèmes liés à la gouvernance (Tarillon, 2017).

2.2 La création de valeur comme enjeu de la relation entre capital-investisseurs : les perspectives cognitives

Les théories cognitives ou *Knowledge-Based View* comprennent plusieurs courants théoriques comme l'approche *Resource-Based View* (Penrose, 1959; Barney, 1991) ou *Competence-Based View* (Prahalad et Hamel, 1990). Ces différentes perspectives ont la particularité de s'imbriquer les unes dans les autres et de ne pas être fondamentalement opposées.

La perspective proposée par la théorie des ressources envisage les mécanismes de gouvernance comme un moyen de réduire les conflits cognitifs (Charreaux, 2005) ainsi que les coûts d'agence et de compétence (Certhoux et Zenou, 2006). De cette manière, les mécanismes de gouvernance peuvent être considérés comme un moyen « d'accompagner le dirigeant en lui apportant les ressources et les compétences nécessaires à la croissance de son entreprise » (Tarillon, 2017, p. 151).

Pour les jeunes entreprises innovantes, le contexte d'incertitude lié à une forte asymétrie informationnelle qui peut être engendrée par l'absence d'historique de la société, des difficultés d'évaluation, des aptitudes ou des intentions des entrepreneurs, ou au caractère innovant du projet développé, soulignent la situation de dépendance et de contrainte des ressources auxquelles la firme peut se heurter.

Pour Tarillon (2017, p. 151), cette vision propose « une perspective interne sur la manière dont l'entreprise spécifie ses besoins (au travers de l'approche par les ressources) et une perspective externe pour mieux comprendre comment elle les comble (au travers de la théorie de la dépendance aux ressources) ».

Cette dimension interne est principalement développée dans les travaux de Penrose (1959, 1995), où la croissance de l'entreprise est liée aux « services productifs que peut retirer le management de ces ressources en fonction de ses compétences et expériences » (Burkhardt, 2018, p. 99). Ainsi, les connaissances et compétences accumulées constituent un processus dynamique qui repose sur un modèle d'apprentissage (Kogut et Zander, 1992; Prahalad et Hamel, 1990; Spender et Grant, 1996; Teece et al., 1997; Prévot et al., 2010; Amit et Schoemaker, 2016; Burkhardt, 2018).

Cette étape a conduit de nombreux auteurs à s'intéresser aux conditions « que doit remplir une ressource pour pouvoir être qualifiée de stratégique dans le sens où elle est à la base d'un avantage compétitif pour l'entreprise » (Foss, 1997; Burkhardt, 2018, p. 110). Pour cela, les ressources doivent réunir quatre conditions d'hétérogénéité qui correspondent à des limites *ex-post* ou *ex-ante* à la concurrence ou bien à des conditions d'imparfaite mobilité (Peteraf, 1993).

D'autres auteurs proposent une perspective dynamique de cette vision. Ainsi, Prahalad et Hamel (1990), montrent que l'entreprise est en capacité de développer et obtenir des ressources stratégiques en interne et en externe par le biais de compétences-clés. Ces actifs peuvent être issus de connaissances socialement construites ou résulter de coopérations entre individus au sein de l'entreprise (Kogut et Zander, 1992). Toutefois, ce transfert de compétences peut engendrer des coûts informationnels ou de connaissances, en particulier, lorsque les individus présentent une diversité de schémas cognitifs (Langlois, 1992). Par conséquent, si les capital-investisseurs publics et privés qui investissent dans ces firmes possèdent des caractéristiques spécifiques en lien avec leurs compétences et objectifs, cette situation pourrait engendrer des conflits ou être à l'origine de coopérations entre acteurs (Bonnet, 2020). De la même manière, ces circonstances peuvent influencer le caractère des mécanismes de gouvernance mis en place (Bonnet et al., 2013; Croce et al., 2018; Bonnet, 2020).

3- Gouvernance Hybride et Propriété Psychologique dans le cadre des interactions investisseurs dirigeants.

La théorie de l'intendance nous aide à voir les modifications que peuvent apporter les nouvelles formes de propriété spécifiques aux start-ups (propriétaires comme apporteurs de toutes ressources, propriété psychologique, multiplicité des propriétaires) à la compréhension de leur gouvernance. En effet, elle met l'accent sur la responsabilisation de l'agent (ici l'intendant), en lui accordant plus de latitude et de confiance (Davis et al., 2007 ; Davis et al., 1997).

Cette théorie se concentre sur l'individu qui possède une motivation intrinsèque à participer aux objectifs de performance de l'organisation, supposés être partagés par l'ensemble des 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. Ainsi, il s'aligne naturellement sur les objectifs de l'organisation et est pleinement impliqué.

L'intendant s'identifie à son organisation et subordonne ses intérêts personnels au bien-être à long terme du principal (Cunha et al., 2021). Selon Kluvers et Tippett (2011), la réussite de l'organisation est en elle-même un accomplissement et un encouragement pour les individus, même en l'absence d'incitations financières ou de supposés intérêts économiques personnels.

La théorie de l'intendance prône une culture collective, basée sur la confiance mutuelle, le souci de l'autre, et l'harmonie au sein du groupe, évitant ainsi les conflits (Bormann et al., 2021). Elle inhibe la propension des individus à réagir de manière émotionnelle ou impulsive, comportements souvent égoïstes et centrés sur les intérêts personnels. Même si les intérêts ne sont pas alignés, l'intendant se concentre sur la coopération avec les autres parties prenantes pour le bien commun (Block & Ulrich, 2023). Il démontre un fort engagement vis-à-vis de l'organisation, considérant cette dernière comme une extension de ses propres valeurs et acceptant ainsi d'œuvrer aisément en faveur des objectifs qui lui sont assignés (Madison et al., 2017). Le comportement de l'intendant est orienté vers le long terme, reposant sur des relations et des échanges mutuels continus.

Dans les organisations régies par les principes de l'intendance, le pouvoir est personnel puisqu'il découle de l'identification d'une personne vis-à-vis de son alter ego. Il repose sur le respect et l'expertise reconnue des parties (Donaldson & Davis, 1991).

Dans ces organisations, on retrouve une culture de management axée sur la participation (Davis et al., 1997), ce qui facilite la navigation en période d'incertitude. La 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 et facilitant sa prise d'initiative et sa confiance en lui-même. Bien qu'il puisse y avoir un comité de direction, ce dernier joue un rôle d'accompagnement, offrant plus d'autonomie et favorisant 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 (Donaldson & Davis, 1991). 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).

Dans le cadre particulier des entreprises soumises à des risques majeurs liés au changement climatique, les mécanismes de coopération entre investisseurs et dirigeants sont plus complexes que dans d'autres secteurs mais encore relativement peu étudiés (Kruitwagen et al., 2017). Kruitwagen et al. (2017) soulignent ainsi que, dans le secteur de l'énergie, c'est la formation de coalitions actionnariales portant des résolutions fortes sur les questions

climatiques et le soutien actif du management qui a permis de faire évoluer les pratiques des entreprises.

Conclusion

La vision classique disciplinaire de la gouvernance est insuffisante pour comprendre la relation qui existe entre actionnaires et start-ups. Les réalités de cette dernière remettent en cause certains fondamentaux de cette approche. La théorie cognitive a fait entrer dans l'analyse de la relation le rôle joué par l'expertise, les savoirs, les connaissances, les représentations de l'actionnaire lui-même (Certhoux et Zenou, 2006 ; Charreaux et Wirtz, 2007; Bonnet et Wirtz, 2011). Néanmoins, elle maintient une idée de « conflit » dit cognitif qui nous semble-t-il maintient une hypothèse de divergence profonde des mondes cognitifs des parties prenantes.

L'approche par l'intendance quant à elle met l'accès sur une prédisposition volontariste, une motivation intrinsèque des parties prenantes à collaborer même si elles ont des intérêts divergents. Elle se démarque ainsi en avançant les conditions contextuelles propices à cette collaboration positive. Elle fait un focus essentiel sur la phase post contractuelle de la relation investisseurs-entrepreneur et apporte un niveau supplémentaire de lecture non négligeable qu'il faudra raisonnablement intégrer dans des modèles empiriques futures sur la gouvernance des start-ups.

Références :

- Akerlof, G. A. (1970). The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. (2016). Firm resources. In M. Augier & D. J. Teece (Eds.), *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management* (pp. 1-6). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/978-1-349-94848-2_481-1
- 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.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- 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 and Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. New York, NY: McMillian.
- Bessière, V., & Stéphane, É. (2014). Le financement par crowdfunding. *Revue Française de Gestion*, 242(5), 149-161.
- 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), 100534. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2022.100534>
- Bonnet, C. (2020). La gouvernance actionnariale : Contributions à une approche synthétique et contingente [Ph.D. Thesis]. Université Jean Moulin-Lyon 3.
- Bonnet, C., & Wirtz, P. (2011). Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework. *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral*, 1(1), 42-62.
- Bonnet, J., & Wirtz, P. (2011). Rethinking the governance of family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 2(1), 3-13.
- Bonnet, C., Wirtz, P., & Haon, C. (2013). Liftoff: When strong growth is predicted by angels and fueled by professional venture funds. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 12(4), 59-78.
- Burkhardt, K. (2018). Le rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances stratégiques. Paris: ISTE Group.
- Bormann, K. C., Backs, S., & Hoon, C. (2021). What makes nonfamily employees act as good stewards? Emotions and the moderating roles of stewardship culture and gender roles in family firms. *Family Business Review*, 34(3), 251-269. <https://doi.org/10.1177/0894486520968826>

- Certhoux, G., & Zenou, E. (2006). Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale: Le cas des Business Angels. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 5(1), 13. <https://doi.org/10.3917/entre.051.0013>
- Charreaux, G. (1997). Le gouvernement des entreprises: Corporate governance, théories et faits. *Revue Française de Gestion*.
- Charreaux, G. (1997). L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace? *Revue Française de Gestion*, 115, 38-56.
- Charreaux, G. (2005). Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale": Une réflexion exploratoire. *Revue Française de Gestion*, 4, 215-238.
- Charreaux, G. (2005). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Revue Française de Gestion*, 31(157), 13-32.
- Charreaux, G., & Wirtz, P. (2007). Discipline ou compétence? L'apport des perspectives cognitive et comportementale à la compréhension des mécanismes de gouvernance. *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 1.
- Chrisman, J. J. (2019). Stewardship theory: Realizing the potential of family business. *Journal of Business Venturing Insights*, 11, e00123.
- Croce, A., Guerini, M., & Ughetto, E. (2018). Angel financing and the performance of high-tech start-ups: Angel financing and the performance of high-tech start-ups. *Journal of Small Business Management*, 56(2), 208-228. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12250>
- Cumming, D., Vanacker, T., et al. (2019). Market imperfections, investment bankers, and the pricing of initial public offerings. *Journal of Management Studies*, 56(6), 1046-1073.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2020.09.006>
- 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. <https://doi.org/10.58809/MESC2666>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Grandori, A. (2024). Entrepreneurial finance and property rights: A new theory. *Journal of Business Venturing*, forthcoming.
- Foss, N. J. (1997). *Resources, firms, and strategies: A reader in the resource-based perspective*. Oxford: Oxford University Press on Demand.
- Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91(3), 481-510.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2011.04.002>
- Kogut, B., & Zander, U. (1992). Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organization Science*, 3(3), 383-397.
- Kruitwagen, L., et al. (2017). Shareholder activism on climate change: Evidence from the fossil fuel industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 399-415.
- Langlois, R. N. (1992). Transaction-cost economics in real time. *Industrial and Corporate Change*, 1(1), 99-127.
- Madill, J. J., Haines, G. H., & Riding, A. L. (2005). The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital*, 7(2), 107-129.
- Madison, K., et al. (2017). Why stewardship is proven to be a more effective leadership strategy than stewardship theory. *Leadership Quarterly*, 28(3), 467-485.
- Matthews, R. S., & Scott, S. G. (1995). Uncertainty and planning in small and entrepreneurial firms: An empirical assessment. *Journal of Small Business Management*, 33(4), 34-52.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1997). *Economie, organisation et management*. De Boeck Supérieur.
- Penrose, E. (1959). The theory of the growth of the firm. *Long Range Planning*, 29(4), 596. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(96\)90295-2](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(96)90295-2)
- Penrose, E. (1995). *The Theory of the Growth of the Firm* (3rd ed.). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/0198289774.001.0001>
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. New York: Sharpe.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179-191.

- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pouget, J., & Stephany, E. (2002). Gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur. Actes du 6ème Congrès International Francophone sur la PME, HEC Montréal.
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990, May 1). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*. Retrieved from <https://hbr.org/1990/05/the-core-competence-of-the-corporation>
- Prévot, F., Brulhart, F., Guieu, G., & Maltese, L. (2010). Perspectives fondées sur les ressources. Proposition de synthèse. *Revue Française de Gestion*, 36(204), 87-103. <https://doi.org/10.3166/rfg.204.87-103>
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)00052-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00052-3)
- Spender, J.-C., & Grant, R. M. (1996). Knowledge and the firm: Overview. *Strategic Management Journal*, 17(Suppl. 2), 5-9.
- Tarillon, C. (2017). Une vision élargie de la gouvernance au service de la croissance des entreprises innovantes. *Revue Internationale P.M.E.*, 30(2), 145-179. <https://doi.org/10.7202/1040459ar>
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.
- Wirtz, P. (2006). Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance. *Finance Contrôle Stratégie*, 9(2), 187.
- Wirtz, P. (2011). Beyond agency theory: Value creation and the role of cognition in the relationship between entrepreneurs and venture capitalists. In R. Yazdipour (Ed.), *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics* (pp. 31-43). Springer. https://doi.org/10.1007/978-1-4419-7527-0_3