

Les apports de la stratégie à la finance entrepreneuriale
The contributions of strategy to entrepreneurial finance*

Philippe DESBRIÈRES
Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne
**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1120801
Version révisée
Version initiale Novembre 2011

Résumé : Le financement par fonds propres des firmes entrepreneuriales a fait l'objet d'une littérature foisonnante depuis les années 1980. Dans un premier temps, ce chapitre est consacré au courant de la finance entrepreneuriale, qui s'est essentiellement focalisé sur les problématiques liées au différentiel d'informations existant entre capital-investisseurs et entrepreneurs et sur les mécanismes de gouvernance disciplinaires mis en place en réponse. Mais ces travaux ignorent la notion de connaissance, pourtant centrale dans la relation établie entre capital-investisseurs et entrepreneurs, qui ne partagent pas tous le même modèle cognitif. La seconde partie du chapitre est donc centrée sur la littérature stratégique qui a largement contribué à l'enrichissement des approches classiques de la finance entrepreneuriale en étudiant le rôle de soutien et d'orientation de ces investisseurs et en renouvelant la compréhension de leur contribution au processus de création de richesse des firmes qu'ils financent, de même que celle du système de gouvernance des firmes entrepreneuriales qui prend une orientation cognitive majeure.

Mots clés : finance entrepreneuriale ; stratégie ; gouvernance d'entreprise ; vision disciplinaire ; vision cognitive.

Abstract: The equity financing of entrepreneurial firms has been a growing literature since the 1980s. This chapter is firstly devoted to current entrepreneurial finance, which has mainly focused on issues related to the differential information between entrepreneurs and investors and on governance mechanisms in place in response. But these studies ignore the notion of knowledge, yet central to the relationship between venture capitalists and entrepreneurs, who do not have the same cognitive model. The second section is focused on the strategic literature which has largely contributed to the enrichment of traditional approaches to entrepreneurial finance by studying the role of support and advice to investors and renewing the understanding of their contribution to the process wealth creation of the firms they fund, as well as the governance system of entrepreneurial firms that takes a major cognitive orientation.

Key words: entrepreneurial finance ; strategy ; corporate governance ; disciplinary view ; cognitive view.

JEL Classification : G300 ; P500

Contact : Philippe DESBRIÈRES, LEG/Fargo, Pôle d'économie et de gestion, 2, Boulevard Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex, France ; Tel. +33 (0)3 39 54 91 ; Email: Philippe.Desbrieres@u-bourgogne.fr

* Nous remercions Gérard Charreaux (Université de Bourgogne) et les participants de la 4ème *conférence internationale de gouvernance*, CIGE, mai 2005, Université de Mons-Hainaut, Belgique, pour leurs précieux commentaires sur une version antérieure de cet article.

Nombre de firmes entrepreneuriales innovantes, en croissance et cherchant à s'internationaliser rencontrent des problèmes pour obtenir les ressources nécessaires au financement de leur développement. Les obstacles sont nombreux : volatilité du marché boursier, difficulté à réduire les asymétries d'informations les concernant, réticence des investisseurs à souscrire à leurs titres dans ce contexte... On peut considérer comme une défaillance du marché le fait pour un entrepreneur de ne pas parvenir à mobiliser les ressources, notamment en fonds propres, pour financer des activités viables. Ce déficit de financement (*finance gap*) peut provenir du refus des apporteurs de ressources à prendre les risques qui seraient induits par l'octroi des financements sollicités. Il peut aussi résulter des obstacles rencontrés par ces investisseurs pour obtenir les informations qu'ils requièrent habituellement pour être en mesure de prendre une décision d'investissement éclairée.

Aussi, compte tenu de la difficulté éprouvée par les entrepreneurs dont la capacité d'apport est généralement saturée et l'équilibre des montages financiers de leur développement reposant sur leur capitalisation, le financement des firmes entrepreneuriales est pour une part essentielle le fait de sociétés de capital-investissement (Wright et Desbrières, 2013).

La problématique du financement des firmes entrepreneuriales par des capital-investisseurs (désormais CI) a fait l'objet d'une littérature qui s'est constituée depuis le début des années 1980, aussi bien dans les revues de finance que dans celles de stratégie et d'entrepreneuriat. Dans les premières, cette littérature s'est essentiellement focalisée sur le différentiel d'information existant entre le CI et le dirigeant de la firme financée et analyse le processus de financement et les mécanismes de gouvernance mis en place comme des réponses à des problèmes de nature informationnelle. Le rôle des CI est donc essentiellement vu sous l'angle disciplinaire. Nous présenterons rapidement ce courant de la finance entrepreneuriale.

Mais ces premiers travaux ignorent la notion de connaissance, en tant qu'ensemble ouvert, subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus et contingent à

leurs modèles cognitifs (Fransman, 1998), pourtant centrale dans la relation établie entre les CI et les entrepreneurs, qui ne partagent pas tous le même modèle cognitif. La littérature stratégique a largement contribué de ce point de vue à l'enrichissement des approches classiques de la finance entrepreneuriale et au renouvellement des travaux visant la compréhension du processus de création de richesse des firmes financées par les CI et la formalisation du système de gouvernance des firmes entrepreneuriales.

I. LES COURANTS DE LA FINANCE ENTREPRENEURIALE ET DE LA GOUVERNANCE ACTIONNARIALE¹

Les travaux s'intéressant à la finance entrepreneuriale se sont essentiellement développés et structurés autour des problématiques inhérentes au financement par les CI des entreprises non cotées en bourse. Il convient dans un premier temps de les caractériser avant de présenter les contributions relatives à sa gouvernance.

1.1 Les problématiques de la finance entrepreneuriale

Les firmes financées par les CI sont généralement des sociétés nouvelles ou en phase de changement radical, ou qui évoluent plus particulièrement dans les secteurs des nouvelles technologies. Ces sociétés, généralement de plus faible taille que leurs consœurs cotées, sont peu soumises à des contraintes légales de publication d'informations et aucun analyste financier ne peut les suivre en permanence. Dans ce contexte de faible disponibilité d'informations historiques et de forte imprévisibilité des *cash-flows* futurs, le prix auquel le CI doit acquérir les titres de propriété de ces firmes est difficile à évaluer avec les techniques financières traditionnelles. Il est de surcroît difficile d'évaluer les capacités des entrepreneurs. Les CI

¹. Sauf exceptions, nous limitons dans cette section les références bibliographiques, que le lecteur trouvera dans Desbrières (2001), Wright et Desbrières (2013).

connaissent donc globalement beaucoup moins les caractéristiques des firmes dans lesquels ils investissent que les actionnaires des firmes cotées en bourse.

De plus, les investissements en fonds propres réalisés par les CI ont systématiquement un caractère stratégique, à plusieurs titres :

- 1) Contrairement aux actions des sociétés cotées, ils sont peu liquides, au sens où ils ne peuvent être cédés facilement, à tout moment et anonymement.
- 2) Le montant investi dans une firme représente souvent une part significative des ressources dont disposent les CI, limitant ainsi le nombre d'investissements possible et leur capacité de diversification.
- 3) L'horizon des CI est long, pluriannuel, et il leur est souvent nécessaire de réinvestir plusieurs fois dans la même firme avant de pouvoir sortir.
- 4) Dans la majorité des cas, les investissements dans les firmes entrepreneuriales font l'objet de syndications entre plusieurs CI, ce qui permet à chacun d'eux d'accéder à une opération de plus grande envergure ou d'accroître leur degré de diversification.
- 5) Les diverses structurations contractuelles auxquelles donnent lieu les phases successives de financement et les syndications nécessitent la mise en place de mécanismes de gouvernances spécifiques.

Les particularités des firmes entrepreneuriales, les déséquilibres informationnels supportés par les CI et le caractère stratégique de leurs investissements en fonds propres marquent la spécificité des problématiques soulevées par le capital-investissement. Ces particularités sont de nature à expliquer le mode de gouvernance actionnariale « actif » de la relation entre les CI et les firmes entrepreneuriales qu'ils financent.

1.2. Le courant de la gouvernance actionnariale dans la littérature sur le capital-investissement

Les théories de la gouvernance actionnariale s'inscrivent dans la perspective de l'efficacité. En d'autres termes, la fonction d'un mécanisme particulier de gouvernance ou plus globalement du système de gouvernance dans lequel il s'insère, est de contribuer à l'efficacité de la firme. L'analyse des mécanismes de gouvernance mis en place par les CI peut dans ce cadre s'effectuer relativement à l'efficacité de la surveillance des dirigeants et à la contribution de celle-ci dans le processus de création de valeur de la firme entrepreneuriale financée.

La section précédente a révélé combien les CI peuvent être confrontés à un problème de sélection contraire vis-à-vis des firmes entrepreneuriales. Les travaux académiques distinguent les étapes suivantes dans la phase précontractuelle, c'est-à-dire avant l'approbation et la mise en place du financement : 1) l'identification des projets ; 2) le filtrage initial ; 3) la sélection finale, l'évaluation et la *due diligence*². La littérature montre que la nature et l'importance du risque de sélection supporté par les CI dans ce processus d'investissement n'est pas uniforme selon le stade de l'investissement (amorçage, démarrage, expansion, transmission/LBO, rachat de participation), la taille et le secteur d'activité de la firme à financer, le montant de l'investissement³.

L'objectif des CI dans la phase précontractuelle est alors de minimiser leur risque de sélection de manière à ce que les fonds qu'ils investissent contribuent le plus efficacement au processus de création de richesse des firmes entrepreneuriales visées. Pour cela, ils procèdent à une étude particulièrement fine de leurs projets d'investissement en produisant nombre d'informations spécifiques : analyses stratégiques, *business plans*, évaluation du capital humain des dirigeants (degré d'expertise, expérience, *leadership*, intégrité)... Les CI accordent aussi une grande importance à d'autres variables qui viennent réduire le risque de sélection comme

². La *due diligence* est une procédure concertée par laquelle l'acquéreur cherche à définir la valeur de l'entreprise grâce à un audit complet (financier, technique, commercial, des systèmes d'information et de contrôle...) et par l'obtention d'informations complémentaires auprès des entrepreneurs et de leurs conseillers.

l'importance du taux de participation financière des entrepreneurs, la proximité de leur horizon de sortie, la possibilité de co-investir avec d'autres CI...

Afin de minimiser les conflits d'intérêt avec les entrepreneurs, les CI sont particulièrement incités à ce que soient explicités les droits et obligations de chacun. Bien qu'ils demeurent nécessairement incomplets, des contrats sophistiqués sont établis par les CI, introduisant des conventions d'investissement, pactes d'actionnaires, ainsi que les règles de répartition de la valeur qu'ils auront ainsi particulièrement contribué à créer (Kaplan et Strömberg, 2003 ; Cumming et Johan, 2007).

Une fois le financement accordé, le CI est soumis à un risque moral, qui provient, d'une part, du caractère incomplet du contrat passé avec l'entrepreneur, dont le comportement est imparfaitement observable et, d'autre part, de difficulté à évaluer la performance relative de la firme financée, après élimination des effets résultants de l'environnement. Les modes de régulation consistent essentiellement en un contrôle rigoureux de l'évolution de la performance de la firme et du comportement de l'entrepreneur après octroi du financement. La littérature financière met en avant plusieurs réponses apportées, dans cette phase post-contractuelle, par les CI qui, relativement aux actionnaires des firmes cotées, s'impliquent davantage dans les sociétés qu'ils financent, adoptent un comportement plus actif et plus interventionniste, exigent plus fréquemment un plus grand nombre d'informations comptables.

Les CI sont aussi systématiquement représentés au conseil d'administration (quand ils ne le contrôlent pas), dont la taille est significativement plus faible (souvent de moitié) et la fréquence des réunions plus grande que dans les firmes cotées, surtout lorsque les activités financées sont plus risquées car en phase de démarrage ou de développement, ou bien, comme Cumming et Johan (2007) l'ont plus récemment mis en évidence, dans les pays où le cadre légal

³. Les choix stratégiques et les caractéristiques organisationnelles des CI (taille, diversification, horizon et modalités de gestion des participations, structure d'actionariat...) peuvent aussi influencer la nature et l'horizon de leurs investissements, ainsi que le risque perçu et la rentabilité requise.

leur accorde une protection relativement faible. Enfin, les CI ayant privilégié un financement par étape peuvent renoncer à s'engager davantage dans les firmes dont ils anticipent que la rentabilité future fléchira, pour investir davantage et sur des tranches de financement plus nombreuses dans celles pour lesquelles ils ont des anticipations plus favorables.

On trouve au cœur de cette gouvernance actionnariale les relations qu'entretiennent les CI avec les entrepreneurs, dont la fréquence et le rôle disciplinaire apparaissent d'autant plus élevés que les risques post-contractuels sont importants, que ceux-ci soient propres à l'entrepreneur (lorsque celui-ci a une faible expertise, peu d'expérience, ou ne réalise pas ses objectifs) ou résultent de l'incertitude de l'environnement de l'activité financée, de son degré élevé d'innovation technologique ou de sa faible performance. Certains travaux montrent aussi que la fréquence et le rôle des relations entre CI et entrepreneurs sont renforcés lorsque le risque patrimonial supporté par le CI est élevé et que le financement ne s'effectue pas en plusieurs étapes, les ajustements futurs étant dans ce cas très limités.

Plusieurs études soulignent que le caractère régulateur des relations entre investisseurs et entrepreneurs est tel que le pouvoir formel est utilisé parcimonieusement par les CI, essentiellement lorsque la tournure des événements leur est particulièrement défavorable. A l'extrême, tout ou partie de l'équipe de direction de la firme financée peut être remplacée en faveur de dirigeants et cadres nommés par les CI. De plus, ce contrôle direct exercé par les CI tend à limiter l'activité du conseil d'administration.

II. LES COURANTS STRATEGIQUE ET DE LA GOUVERNANCE COGNITIVE

Dans le courant de la gouvernance actionnariale, le système de gouvernance adopté par les CI et les dirigeants de la firme financée est une réponse à des problèmes de nature informationnelle et vise à minimiser les conflits d'intérêts liés à l'appropriation des rentes. Mais le processus proprement dit de création de richesse est occulté (Charreaux, 2003). Or, la

littérature stratégique, largement ouverte aux approches cognitives⁴ via les théories de l'apprentissage organisationnel et les théories des ressources et des compétences, permet d'appréhender ce processus dans la mesure où elle conduit à accorder une place centrale à la construction des compétences et aux capacités des firmes à innover, à créer leurs opportunités d'investissement et à modifier leur environnement. Dans ce cadre d'analyse, les notions de connaissance, d'apprentissage, dans la relation établie entre CI et entrepreneurs – qui ne partagent pas tous le même modèle cognitif – deviennent explicites, voire centrales dans certains travaux.

Par-delà le rôle disciplinaire des CI, fondamentalement orienté vers la réduction des conflits sur l'appropriation de la rente créée dans le cadre de la coopération avec les entrepreneurs, il s'agit ici d'étudier le rôle cognitif du CI et son impact sur le processus de création de valeur. L'apport cognitif du CI peut être appréhendé, d'une part, à partir de ses actions sur l'ensemble des opportunités productives, qui est endogène à la firme financée, non fini (de nouvelles opportunités peuvent être inventées) et qui dépend de la vision des entrepreneurs et des compétences construites par la firme et, d'autre part, au travers des moyens que le CI mobilise pour faciliter la coordination et réduire les coûts des conflits, qui ont également un caractère cognitif (conflits sur la définition de la stratégie par exemple).

Cette prise en compte du levier cognitif du CI modifie la conception financière de la répartition de la richesse créée : la part qui lui revient n'est plus uniquement fonction de son apport en ressources financière et de son implication dans le système de gouvernance disciplinaire, mais aussi de la part de l'accroissement de valeur liée aux capacités imaginatives et productives qu'il a apportées à la firme.

⁴. Avec la théorie évolutionniste et la théorie comportementale de la firme.

Notre intention n'est pas de présenter ici une nouvelle synthèse des arguments cognitifs pouvant être mobilisés dans le domaine de la finance entrepreneuriale⁵, mais de montrer dans quelle mesure la littérature empirique valide les arguments cognitifs dans la gouvernance de la relation entre CI et entrepreneurs.

2.1. Le rôle cognitif des CI dans la réduction du risque de sélection

La littérature financière met l'accent sur les vertus de la diversification des portefeuilles. Or, nous avons vu que le portefeuille de participation des CI était par essence peu diversifié, compte tenu du fait que chaque investissement représente souvent une part significative des ressources dont ils disposent. Plus encore, il s'avère que les CI sont très souvent spécialisés en fonction du stade d'investissement (amorçage, démarrage, expansion, LBO...), et/ou de la taille et du secteur d'activité de la firme à financer. Le faible degré de diversification des investissements des CI qui est un facteur de risque en finance est ici un facteur de création de connaissance. Sweeting (1991) montre à ce titre les effets positifs, en termes d'apprentissage, de cette spécialisation. La connaissance spécifique qui en résulte contribue à réduire le risque de sélection contraire sur les projets qui seront ultérieurement entrepris grâce au concours des CI.

Le fait qu'un entrepreneur ait déjà eu des expériences réussies de création ou de développement d'activités cofinancées par des CI incite ces derniers à financer de nouveaux projets avec le même entrepreneur, plutôt qu'avec d'autres qui leur sont inconnus et avec lesquels il faudrait réinitialiser le processus (Wright *et al.*, 1997 ; Haagen, 2008). Parallèlement, l'apprentissage par ces *serial entrepreneurs* du processus d'intervention des CI est souligné par Whesthead et Wright (1998).

La pratique du co-investissement (ou syndication), qui n'était appréhendée dans l'approche financière que comme un mode de diversification, s'explique sous l'argument cognitif

⁵. Lire à ce sujet Charreaux (2003) et Wirtz (2011).

comme un processus de partage d'informations et de création de connaissance visant une meilleure sélection des projets d'investissement, conduisant à une réduction de l'incertitude supporté par le CI, surtout lorsque la distance géographique du CI avec la firme financée est grande et pour les investissements de démarrage (Manigart *et al.*, 2006).

2.2. Le levier cognitif des CI une fois le financement accordé

Parmi de nombreux auteurs, MacMillan *et al.* (1988), Rosenstein *et al.* (1993), Sapienza *et al.* (1996), Hellman et Puri (2002), Haagen (2008) mettent en avant, outre le rôle disciplinaire traditionnel des CI :

- leur rôle de conseil (ou d'assistance) : conseil stratégique (participation à l'élaboration et à l'évaluation de la stratégie) ; conseil financier (analyse des résultats financiers et de la politique financière, assistance à la levée de financements additionnels, conseil lors de la sortie par introduction en bourse) ; conseil opérationnel (apport de réseau de contacts, assistance pour le recrutement de collaborateurs, conseil dans les domaines industriels et commerciaux...) ;
- leurs rôles interpersonnels, qui sont du domaine de la relation sociale et du soutien personnel (rôles de confident, de « caisse de résonance », de mentor, de *coach*, d'encouragement et de soutien moral...).

Le levier cognitif des CI est fortement soumis à la contingence. Il est par exemple fonction du stade de l'investissement : les CI spécialisés dans les phases d'amorçage et démarrage sont plus enclins à introduire les entrepreneurs auprès de nouveaux clients et fournisseurs et à leur apporter une plus grande assistance en matière de financement additionnel, de recrutement de *managers* et de gestion opérationnelle (Elango *et al.*, 1995, notamment). Le levier cognitif apparaît aussi d'autant plus efficace que la performance de la firme financée est importante (Sapienza, 1992), que ses dirigeants ont eu antérieurement des expériences

entrepreneuriales (Cumming et Johan, 2007 ; Haagen, 2008) et que l'investissement a fait l'objet d'une syndication (Manigart *et al.*, 2006), surtout lorsque l'entrepreneur est majoritaire (Stévenot-Guéry, 2007). Ce levier cognitif est aussi fonction de la présence des CI au conseil et du cycle de vie de la firme financée : Zahra et Hayton (2005) montrent en effet que la taille du conseil d'administration double lorsque l'entreprise passe du stade de démarrage à celui de développement. D'autres variables influencent le rôle cognitif du CI : la taille de celui-ci, le fait qu'il soit ou non actionnaire majoritaire, la performance perçue de la firme et les caractéristiques de l'entrepreneur (Gomez-Mejia *et al.*, 2000, notamment).

La valeur ajoutée des CI, via leur apport en ressources cognitives, varie selon les études. Lorsqu'elle est évaluée conjointement par les CI et les entrepreneurs, cette valeur ajoutée est d'autant plus grande qu'ils savent mettre en place une communication fréquente, informelle et libre (Sapienza, 1992).

Pour les CI, la valeur ajoutée qu'ils apportent tient surtout (MacMillan *et al.*, 1988 ; Sapienza *et al.*, 1996, notamment) à leur rôle « d'écoute critique » (rôle interpersonnel) et à l'assistance de recherche de financements (conseil). Les rôles de conseil stratégique sont toujours classés avant les rôles de conseil opérationnel (et dans certaines études avant le conseil financier) qui arrivent généralement en fin de classement⁶.

Le levier cognitif des CI est aussi reconnu par les entrepreneurs qui considèrent que lorsqu'ils agissent sur la conduite des affaires, les CI le font davantage en jouant sur les activités de soutien qu'en brimant leur espace discrétionnaire (Haagen, 2008). Ils apprécient surtout le conseil financier et de lien avec l'environnement de la firme, relativement aux conseils opérationnels et stratégiques (Gomez-Mejia *et al.*, 1990). Ce levier cognitif est d'autant plus admis que la société de capital-investissement est de grande taille (Rosenstein *et al.*, 1993). Dans

⁶. Il est important de noter la fluctuation des résultats entre les pays étudiés. Cf Sapienza *et al.* (1996).

le cas des LBOs, la valeur ajoutée par les CI est mise en avant dans le domaine stratégique par l'implication de leurs conseils dans des actions variées : focalisation sur les lignes de produits les plus profitables, revue approfondie des plans de R&D, investissement dans les systèmes d'information, développement de nouvelles activités, croissance externe (Bruining & Wright, 2002). Hellmann et Puri (2000) montrent même que les entrepreneurs sélectionnent les CI en fonction de leurs apports en ressources cognitives.

Toutes ces études montrent que les CI aident l'entrepreneur à construire sa vision stratégique et à détecter, sinon à construire, des opportunités d'investissement et de croissance. Les relations étroites en CI et entrepreneurs contribuent aussi à l'harmonisation des schémas cognitifs et à la réduction des conflits cognitifs résultant de divergences d'interprétation liées aux modèles cognitifs individuels (Guéry-Stévenot, 2006). Dans ce contexte, le remplacement de dirigeants par les CI n'est plus une sanction disciplinaire, mais correspond à une mise en adéquation des compétences requises à la tête de la société avec celles exigées par son développement (Wasserman, 2003).

CONCLUSION

L'ouverture de la finance entrepreneuriale aux théories stratégiques enrichit considérablement l'analyse des relations qu'entretiennent les entrepreneurs avec les capital-investisseurs qui leur apportent les fonds propres nécessaires au financement de la création et du développement de leurs activités. Cet enrichissement est tel qu'il permet d'envisager un modèle de gouvernance spécifique de la firme entrepreneuriale, distinct du modèle actionnarial traditionnel. En effet, les études empiriques confrontant les deux dimensions de ce système de gouvernance montrent que le levier cognitif joue un plus grand rôle que la fonction disciplinaire, mettant en avant la dimension habilitante de la gouvernance assurée par les capital-investisseurs.

Si l'on invoque le modèle des 3 E de Paturel (1997), le système de gouvernance de la firme entrepreneuriale qui émerge du croisement des référentiels financier et stratégique intervient aussi bien dans les espaces E1 et E2 qui symbolisent respectivement la vision stratégique de l'entrepreneur et la matérialisation/concrétisation du phénomène entrepreneurial, que dans l'espace E3 qui renvoie au concept d'environnement. En perspective, ce système de gouvernance s'inscrit tout aussi bien dans les trois espaces de réalisation du modèle des 3 F de Levy-Tadjine et Paturel (2006) que sont : F1 (efficacité), F2 (efficience) et F3 (effectivité). Plus que jamais, il paraît important d'encourager les travaux s'inscrivant dans une perspective de décloisonnement disciplinaire et qui visent une compréhension globale de l'activité de l'entrepreneuriat dans un cadre dynamique.

BIBLIOGRAPHIE

- BRUINING, H., et WRIGHT, M. (2002) Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital, *Venture Capital*, Vol. 4, n° 2, p. 147-168.
- CHARREAUX, G. (2003), Le gouvernement d'entreprise, in J. Allouche (éd.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Vuibert, Paris, p. 628-640.
- CUMMING, D., et JOHAN, S. (2007), Advice and monitoring in venture finance, *Financial Markets Portfolio Management*, Vol. 21, n°1, p. 3-43.
- DESBRIÈRES, P. (2001), La relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales, in Charreaux, G. (éd), *Images de l'investissement : au delà de l'évaluation financière, une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, Paris, p. 361-392.
- ELANGO, B., FRIED, V., HISRICH, R., et POLONCHEK, A. (1995), How venture capital firms differ, *Journal of Business Venturing*, Vol. 10, n° 2, p. 157-179.
- FRANSMAN, M. (1998), Information, knowledge, vision and theories of the firm, in Dosi, G., Teece, D. et Chiltry, J. (éds), *Technology, organization and competitiveness – Perspectives on industrial and corporate change*, Oxford University Press, p. 147-191.
- GOMEZ-MEJIA, L., BALKIN, D., et WELBOURNE, T. (1990), Influences of venture capitalists on high tech management, *Journal of High Technology Management Research*, Vol. 1, n° 1, p. 103-118.

- GUÉRY-STÉVENOT, A. (2006), Conflits entre investisseurs et dirigeants. Une analyse en termes de gouvernance cognitive, *Revue Française de Gestion*, n° 164, p.157-180.
- HAAGEN, F. (2008), The role of smart money : what drives venture capital support and interference within biotechnology ventures ?, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 78, n° 4, p. 397-421.
- HELLMANN, T., et PURI, M. (2000), The interaction between product market and financing strategy : the role of venture capital, *Review of Financial Studies*, Vol. 13, n° 4, p. 959-984.
- HELLMANN, T., et PURI, M. (2002), Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 57, n° 1, p. 169-197.
- KAPLAN, S., et STRÖMBERG, P. (2003), Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts, *Review of Economic Studies*, Vol. 70, n° 2, p. 281-315.
- LEVY-TADJINE, T., et PATUREL, R. (2006), Essai de modélisation trialogique du phénomène entrepreneurial, in Fourcade, C., Paché, G., et Pérez, R. (éds), *La stratégie dans tous ses états. Mélanges en l'honneur de Michel Marchesnay*, Editions Management & Société, Caen, p. 311-322.
- MACMILLAN, I., KULOW, D., et KHOYLIAN, R. (1988), Venture capitalists involvement in their investments: extent and performance, *Journal of Business Venturing*, Vol. 4, n° 1, p. 27-47.
- MANIGART, S., LOCKETT, A., MEULEMAN, M., WRIGHT, M., LANDSTRÖM, H., BRUINING, H., DESBRIÈRES, P., et HOMMEL, U. (2006), Venture capitalists' decision to syndicate, *Entrepreneurship : Theory and Practice*, Vol. 30, n° 2, p. 131-154.
- ROSENSTEIN J., BRUNO, A., BYGRAVE, W., et TAYLOR, N. (1993), The CEO, venture capitalists and the board", *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, n° 3, p. 99-113.
- PATUREL, R. (1997), *Pratiques du management stratégique*, Presses Universitaires de Grenoble, Grenoble.
- SAPIENZA, H. (1992), When do venture capitalists add value ?, *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, n° 9, p. 9-27.
- SAPIENZA, H., MANIGART, S., et WERMEIR, W. (1996), Venture capitalist governance and value added in four countries, *Journal of Business Venturing*, Vol. 11, n° 2, p. 439-469.
- SWEETING, R. (1991), UK venture capital funds and the funding of new technology based business: process and relationships, *Journal of Management Studies*, Vol. 28, n° 6, p. 3-21.

- STÉVENOT-GUÉRY, A. (2007), Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 10, n° 4, p. 141-178.
- WASSERMAN, N. (2003), Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success, *Organization Science*, Vol. 14, n° 2, p. 149-172.
- WESTHEAD, P., et WRIGHT, M. (1998), Novice, portfolio and serial founders: Are they different?, *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, n° 3, p. 173-204.
- WIRTZ, P. (2011), The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms, *European Management Journal*, Vol. 29, n° 6, p. 431-447.
- WRIGHT, M., et DESBRIÈRES, P. (2013), Le financement des firmes entrepreneuriales, in Fayolle, A. (éd), *Encyclopédie de l'entrepreneuriat*, Editions Management & Société, Caen, à paraître.
- WRIGHT, M., ROBBIE, K., et ENNEW C. (1997), Venture capitalists and serial entrepreneurs, *Journal of Business Venturing*, Vol. 12, n° 3, p. 227-249.
- ZAHRA, S., et HAYTON, J. (2005), Organizational life-cycle transitions and their consequences for the governance of entrepreneurial firms : an analysis of start-up and adolescent high-technology new ventures, in Filatotchev, I. et Wright, M. (éds), *The Life Cycle of Corporate Governance*, Edward-Elgar, London, p. 32-56.