

## Dossier spécial

# Le co-investissement et son impact sur la performance et la croissance des firmes entrepreneuriales : une revue de littérature

Jalal El Fadil<sup>a</sup>DOI : <https://doi.org/10.1522/revueot.v33n3.1869>

**RÉSUMÉ** Plusieurs investisseurs s'aventurent à financer les firmes entrepreneuriales et les entreprises en démarrage innovatrices. Si la syndication d'investisseurs a fait l'objet de nombreux travaux, peu d'études se sont intéressées au co-investissement impliquant les sociétés de capital risque, les investisseurs providentiels (*business angels*) et les investisseurs par financement participatif (*crowdfunding*). Or, il est de plus en plus important d'analyser les interactions entre ces trois types de bailleurs de fonds ainsi que d'étudier les enjeux et les difficultés associés à la gouvernance cognitive et disciplinaire au sein de l'entreprise qu'ils financent. Ainsi, nous avons mené une large revue de littérature afin d'explorer les études traitant de l'apport sur les plans financier et cognitif des trois types d'investisseurs à la performance de l'entreprise et d'analyser leur influence sur sa croissance, dans le cas où ils sont impliqués tous les trois ou deux d'entre eux dans le processus de financement. Cela nous a permis d'avancer cinq propositions pouvant faire l'objet d'une étude qualitative.

**Mots clés :** Co-investissement, performance, croissance, firmes entrepreneuriales

**ABSTRACT.** Many investors venture into financing entrepreneurial firms and innovative startups. While investor syndication has been the subject of numerous studies, few studies have focused on co-investment involving venture capital firms, business angels and investors via crowdfunding. However, it is increasingly important to analyze the interactions between these three types of funders and to study the issues and difficulties associated with cognitive and disciplinary governance within the company they finance. Thus, a broad literature review was conducted to explore the studies dealing with the financial and cognitive contribution of the three types of investors to the performance of the company, and to analyze their influence on its growth, where all three or two of them are involved in the financing process. This allowed to suggest five proposals that could be the subject of a qualitative study.

**Keywords:** Co-investment, performance, growth, entrepreneurial firms

## Introduction

Dans un contexte mondial de plus en plus concurrentiel, les PME, les firmes entrepreneuriales et les entreprises en démarrage (*startups*) jouent un rôle majeur en contribuant de manière considérable au développement économique des pays. En effet, ces entreprises sont au cœur de l'activité économique en raison de leur impact sur l'emploi, sur la productivité, sur la création de richesses et sur l'innovation

(Block et collab., 2018), alors que l'offre de financement pour les investissements dans celles-ci ainsi que leurs projets d'innovation sont devenus de plus en plus importants dans un grand nombre de pays.

En effet, ces dernières années, le marché de la finance entrepreneuriale a connu une multiplication importante de ses acteurs et des méthodes d'investissement (Bessière et collab., 2020). Toutefois, les investissements dans des entreprises

<sup>a</sup> Professeur en finance, Université du Québec à Rimouski

entrepreneuriales sont réputés être risqués, surtout s'ils sont destinés à une *startup* ou une jeune PME à ses premiers stades de développement et dirigée par des entrepreneurs sans expérience de gestion; si le niveau d'asymétrie de l'information entre ces derniers et les investisseurs est important; et si le degré de leur innovation est très élevé (Iqbal et collab., 2019).

Selon Thies et ses collègues (2019), l'incertitude associée au succès du projet entrepreneurial, les antécédents souvent manquants des nouveaux entrepreneurs, leurs problèmes de trésorerie ainsi que l'indisponibilité d'actifs pouvant servir de garantie sont des raisons pour lesquelles le financement par emprunt fourni par les banques est peu probable pour les jeunes entreprises en démarrage et au stade précoce de développement. De même, l'accès aux capitaux propres est très difficile pour ces jeunes entreprises, comme le soutiennent Belarouci et ses collègues (2019).

Ainsi, compte tenu des caractéristiques des firmes entrepreneuriales et des risques qui leur sont liés, les décisions de financement de ces entreprises et de leurs projets deviennent moins évidentes à prendre pour les institutions financières ainsi que pour les différents bailleurs de fonds et acteurs des marchés financiers (St-Pierre, 2000; Baas et Schrooten, 2006; Zambaldi et collab., 2011; Bessière et Stéphany, 2015a; Hisrich et collab., 2016; Block et collab., 2018; Rupeika-Apoga et Saksonova, 2018; Iqbal et collab., 2019).

Cependant, plusieurs investisseurs s'aventurent à financer les firmes entrepreneuriales et les *startups* innovatrices. En matière de financement par capitaux propres, en plus des fonds initiaux des créateurs de l'entreprise et des premiers entrepreneurs, différentes formes existent et permettent à ces dernières de croître et d'innover. On citera principalement les fonds des sociétés de capital risque (ou capital risqué), les investisseurs providentiels (*business angels*) et les investisseurs par financement participatif (*crowdfunding*) (Block et collab., 2018).

L'apport de chaque type de financement et son influence sur la performance de l'entreprise, sur sa croissance et sur sa valeur devraient varier, compte

tenu des différences qui existent dans les caractéristiques de chacun des types de bailleurs de fonds, dans leurs objectifs, dans leurs connaissances et expertises ainsi que dans leur degré d'implication. Cela sachant que certains aspects amplifient cet apport dans le sens positif: le regroupement des investisseurs; l'adoption de mécanismes appropriés de gouvernance; l'existence d'un cadre propice de collaboration; et la convergence des visions, des styles de prise de décision et de travail ainsi que des objectifs de croissance entre les investisseurs et les entrepreneurs (Block et collab., 2018; Wallmeroth et collab., 2018; Bessière et collab., 2020; Cumming et collab., 2019; Cohen et Wirtz, 2021).

Plusieurs études se sont concentrées sur les acteurs principaux de financement par capitaux propres, mais sur un seul à la fois. Elles se sont intéressées aux caractéristiques de ces acteurs, à leurs méthodes d'investissement, à leur relation avec les entrepreneurs ainsi qu'à l'influence de leurs investissements sur la performance des entreprises financées et sur leur trajectoire de croissance (Drover et collab., 2017; Wallmeroth et collab., 2018; Bessière et collab., 2020). Or, peu d'études se sont intéressées au co-investissement impliquant les trois sources principales de financement par capitaux propres, à savoir les capital risqué, les investisseurs providentiels et les investisseurs par financement participatif, alors qu'il est de plus en plus important d'analyser les interactions entre les différents acteurs du marché de la finance entrepreneuriale (Drover et collab., 2017; Wallmeroth et collab., 2018; Bessière et collab., 2020). Certains auteurs ont étudié le co-investissement impliquant les capital risqué et les investisseurs providentiels ainsi que leurs interactions dynamiques, la complémentarité de leur contribution en matière de conseils et de compétences ainsi que la complexité de leur relation d'affaires et d'agence (Bonnet et Wirtz, 2011; Bonnet et collab., 2013; Cohen et Wirtz, 2021). Cependant, la collecte de fonds par les plateformes de financement participatif ajoute plus de complexité à la relation entre l'entrepreneur et les actionnaires ainsi qu'entre les différents types d'actionnaires (Bessière et collab., 2020). De manière générale, l'implication des trois sources de financement dans une entreprise augmente les difficultés liées à la gouvernance cognitive et

disciplinaire, mais favorise la réalisation d'une performance élevée et un niveau de croissance approprié.

Ainsi, il serait pertinent de mener une large revue de littérature pour recenser les études traitant de l'apport financier et cognitif des trois types d'investisseurs à la performance de l'entreprise ainsi que de leur influence sur sa croissance, dans le cas où ils sont impliqués tous les trois dans le processus de financement.

Aussi, il serait bénéfique d'identifier, en nous appuyant sur notre recension d'écrits, les éléments et aspects qui peuvent rendre cet apport considérable et avantageux pour l'entreprise financée. Cela nous conduirait à analyser les interactions entre les investisseurs ainsi qu'entre les entrepreneurs et les investisseurs, et à explorer la trajectoire de financement par capitaux propres, en prenant en considération la relation de cette trajectoire avec les besoins spécifiques des entreprises à différentes étapes de leur développement. Un accent sera mis sur l'influence des orientations stratégiques de l'entrepreneur, de ses caractéristiques et de ses choix de croissance sur la trajectoire de croissance de son entreprise et sur ses interactions avec les investisseurs. Après notre revue de littérature, nous avancerons des propositions qui pourraient faire l'objet d'études futures. Cela représentera notre contribution théorique dans le présent article.

Dans ce qui suit, nous traiterons d'abord des modes de financement entrepreneurial par capitaux propres ainsi que de certains aspects qui leur sont liés. Nous analyserons les bases théoriques sur lesquelles s'appuient ces modes de financement, soit l'asymétrie de l'information, la gouvernance cognitive et disciplinaire ainsi que la trajectoire de croissance des firmes entrepreneuriales. Par la suite, nous discuterons du co-investissement impliquant différentes sources de financement par capitaux propres et de son impact sur la performance de ces dernières. Nous concluons notre revue de littérature par la suggestion de propositions qui nous paraîtront pertinentes à étudier et à vérifier.

## 1. La finance entrepreneuriale : Financement par capitaux propres

La finance entrepreneuriale traite entre autres des différents types de sources de financement entrepreneurial, à savoir le capital risque, le financement d'incubateurs ou d'accélérateurs, la dette privée, le crédit commercial, les introductions en Bourse, le financement des investisseurs providentiels et le financement participatif (Cosh et collab., 2009; Cumming et collab., 2019). Soulignons que deux éléments importants différencient la finance entrepreneuriale de la finance corporative traditionnelle :

1. L'asymétrie de l'information entre les entrepreneurs et les bailleurs de fonds, qui peut varier tout au long du cycle de vie de la firme (Hirsch et Walz, 2019);
2. Le manque de ressources tangibles et intangibles (p. ex., le capital humain, le réseau, la réputation ou la légitimité) qui permettent d'atteindre le potentiel de création de valeur (Cumming et collab., 2019; Plagmann et Lutz, 2019).

Afin de financer leur croissance et leur projet d'innovation, les firmes entrepreneuriales peuvent faire appel à différentes formes de financement par fonds propres. Comme mentionné plus haut, ces ressources financières proviennent principalement des sociétés de capital risque, des investisseurs providentiels et des investisseurs par le biais des plateformes de financement participatif.

L'apport des investisseurs se fait non seulement sur le plan financier, mais aussi de l'expertise technique associée à un ensemble de compétences et de ressources cognitives nécessaires à la réussite du projet entrepreneurial. Cela peut représenter un élément déterminant pour la réalisation d'une performance élevée par les firmes entrepreneuriales financées. En effet, dans plusieurs cas, les entrepreneurs et les créateurs d'entreprise n'ont pas l'expérience ni toutes les compétences nécessaires pour assumer convenablement les différentes tâches liées à la gestion d'une compagnie.

*Sociétés de capital risque*

Le capital risque est la forme de financement la plus reconnue parmi les formes de financement entrepreneurial par fonds propres destinées aux *startups* et aux PME (Gompers et Lerner, 2000; Wonglimpiyarat, 2015; Drover et collab., 2017; Bellavitis et collab. 2017). Les sociétés de capital risque participent principalement à des stades plus avancés du cycle de vie des firmes entrepreneuriales (Hellmann et Thiele, 2015; Drover et collab., 2017). Elles mettent souvent l'accent sur la réalisation de sorties profitables en temps opportun, étant donné qu'elles doivent offrir un rendement à leurs commanditaires dans un délai, de manière générale, de 7 ans à 10 ans (Drover et collab., 2017). Puisque les capital risqueurs possèdent un sens aigu des affaires et participent pleinement aux activités commerciales des entreprises qu'ils financent, ils sont en mesure de fournir un mentorat capable d'améliorer le capital intellectuel et la performance globale de ces entreprises. De manière générale, ils sont plus susceptibles que les fondateurs de l'entreprise d'être conscients des menaces et opportunités potentielles dans l'environnement des affaires (Baum et Silverman, 2004; Hsu, 2006; Sorensen, 2007; Dutta et Folta, 2016).

De même, les capital risqueurs peuvent affecter positivement l'innovation et la commercialisation au sein d'une firme entrepreneuriale à travers les incitations à sortir dans un délai prédéterminé et l'accélération du processus de développement pour respecter ce délai de sortie (Berglöf, 1994). En effet, les capital risqueurs sont structurés comme des intermédiaires financiers qui doivent générer du rendement à partir de leur fonds, et ce, en respectant un délai de sortie déterminé en concertation avec les entrepreneurs. Cela rend les capital risqueurs moins tolérants envers les échecs précoces de l'innovation et les pousse à adopter une approche plus disciplinée, à stimuler l'intensité de l'innovation et à raccourcir la durée de commercialisation des entreprises financées (Dutta et Folta, 2016).

Les sociétés de capital risque sont des investisseurs actifs avec un réseau étendu fournissant des informations sur l'industrie et des contacts qui sont essentiels pour que les entreprises en phase de démarrage prennent pied dans l'industrie

(Sorensen et Stuart, 2001). L'implication du capital risque sert de garantie de qualité, augmente la visibilité sur le marché et réduit le coût de recherche de partenaires potentiels. Dutta et Folta (2016) rapportent que les effets d'approbation du capital risque améliorent la capacité des entreprises à attirer des partenaires de recherche et commerciaux ainsi que les employés compétents dont ils ont besoin (Hellmann et Puri, 2002; Hsu, 2006). De plus, il existe certaines preuves que ces effets d'approbation sont plus prononcés lorsque les entreprises sont à un stade précoce, où l'innovation est essentielle (Dutta et Folta, 2016).

Généralement, les capital risqueurs se concentrent sur les *startups* technologiques potentiellement perturbatrices dans l'espoir d'obtenir un meilleur rendement de l'investissement. Stevenson et ses collègues (2019) rapportent que des recherches empiriques antérieures ont démontré que les investisseurs en capital risque recherchent un rendement inhabituellement élevé parce qu'ils comprennent que la grande majorité des investissements de démarrage ne seront pas rentables (Ruhnka et Young, 1991; Ray et Turpin, 1993). De plus, les investisseurs en capital risque sont connus pour rechercher des investissements de démarrage ayant le potentiel de devenir à terme des sociétés publiques cotées par un premier appel public à l'épargne (PAPE; en anglais, *initial public offering* ou IPO) (Neus et Walz, 2005; Stevenson et collab., 2019).

Les investissements dans les firmes entrepreneuriales sont particulièrement caractérisés par une forte asymétrie de l'information et par une incertitude concernant la survie et le développement (Lockett et collab., 2002; Clarysse et Moray, 2004; Colombo et collab., 2007; Knockaert et collab., 2010). Afin d'atténuer le risque *ex ante*, les capital risqueurs recherchent des indices d'information qui les aident dans leur évaluation de l'entreprise à financer et passeraient par plusieurs étapes de sélection sous la forme d'une vérification au préalable (*due diligence*), et ce, afin de collecter autant d'informations privées que possible (Rosenbusch et collab., 2013).

Un autre mécanisme par lequel les investisseurs en capital risque réduisent l'influence de l'asymétrie de

L'information est la mise à disposition de moyens financiers par étapes à l'entreprise financée (Thies et collab., 2019). Les preuves empiriques concernant la valeur des différents signaux dans le contexte de l'investissement en capital risque sont polyvalentes. Petty et Gruber (2011) concluent qu'une bonne équipe de direction associée à une expérience commerciale suffisante pour poursuivre une idée commerciale prometteuse devrait être considérée comme un bon signal du point de vue d'un investisseur en capital risque.

Ainsi, les caractéristiques du capital humain jouent un rôle important dans la prise de décision en matière d'investissement en capital risque puisque ce capital est généralement essentiel à la croissance de l'entreprise (Zacharakis et Meyer, 2000; Baeyens et collab., 2006; Newbert et collab., 2007; Knockaert et collab., 2010; Thies et collab., 2019).

#### *Investisseurs providentiels*

La deuxième forme de financement qui a pris davantage de place parmi les bailleurs de fonds est celle des investisseurs providentiels (*business angels*) (Levratto et collab., 2017; Block et collab., 2018; Iqbal et collab., 2019). Ce genre d'investisseurs informels est aussi important pour pallier l'écart existant entre le besoin de financement des firmes entrepreneuriales et l'offre de financement, qui est parfois difficile à trouver, surtout pour les *startups* (Harrison et collab., 2015; Isac et Niță, 2015; Aernoudt, 2005).

Les investisseurs providentiels financent généralement les entreprises dans leur phase initiale de développement (démarrage) et de croissance (Iqbal et collab., 2019). Wirtz et ses collègues (2020) rapportent que les investisseurs providentiels jouent un rôle important dans la réduction du déficit de fonds propres pour les entreprises en phase de démarrage. Un autre rôle déterminant qu'ils jouent est celui de médiateurs entre les entrepreneurs et les sociétés de capital risque, et ce, en facilitant entre autres la communication entre eux (Macht et Robinson, 2009; Bonnet et collab., 2017; Drover et collab., 2017; Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022).

En matière de sélection des firmes entrepreneuriales, les investisseurs providentiels ont tendance à s'appuyer davantage sur leur intuition et à adopter une approche moins formelle de sélection et d'investissement, notamment en ce qui concerne le niveau de diligence raisonnable exercé et la formalité des contrats et du contrôle impliqués (Drover et collab., 2017).

Une autre caractéristique fondamentale des investisseurs providentiels est que, en tant qu'investisseurs directs, ils emploient leur propre capital dans le financement d'entreprises et ne sont pas ainsi contraints par une durée d'investissement fixe. Cela les rend moins vulnérables à une urgence relative à la vente des actions de ces entreprises (Van Osnabrugge, 2000; Dutta et Folta, 2016). De même, les investisseurs providentiels ne sont pas contraints par la rémunération basée sur la performance et axée sur le temps, comme c'est le cas pour les sociétés de capital risque. Ils ont tendance à avoir un horizon d'investissement à plus long terme qui leur permet d'être plus ouverts à l'expérimentation et de montrer une plus grande tolérance aux échecs d'innovation à un stade précoce, par rapport à ces dernières (Bruton, 2010; Dutta et Folta, 2016).

Sachant que leurs profils cognitifs sont hétérogènes et dépendent de leur expérience, de plus en plus d'investisseurs providentiels s'organisent pour former des groupes afin d'avoir plus d'impact et d'influencer positivement la performance des entreprises financées (Kerr et collab., 2014). Ces groupes proposent des plateformes, soit en ligne ou en personne, qui permettent à différents investisseurs d'évaluer et de sélectionner des investissements porteurs de valeurs. Ainsi, la syndication entre investisseurs providentiels est devenue une pratique courante et a lieu surtout entre des investisseurs expérimentés (Aernoudt, 2005; Iqbal et collab., 2019). Elle a comme objectif de diviser le risque associé à l'investissement dans une entreprise et permet d'augmenter la capacité de financement, car le montant investi par un seul individu peut ne pas être suffisant pour satisfaire les besoins de financement de l'entreprise financée (Iqbal et collab., 2019). Elle favorise aussi une meilleure structuration de leurs contributions financière et cognitive (Wirtz et collab., 2020).

Mason et ses collègues (2017) avancent que les groupes d'investisseurs providentiels transforment le marché de la finance entrepreneuriale de plusieurs manières. En effet, les investissements sont triés, évalués et négociés collectivement plutôt qu'individuellement, ce qui permet des économies d'échelle ainsi que le développement de routines et d'expériences partagées (Wirtz et collab., 2020). Les groupes d'investisseurs providentiels peuvent également s'appuyer sur un riche vivier de compétences partagées pour exercer leurs différentes activités. De plus, en rassemblant des montants d'argent plus élevés que ce que peuvent fournir la plupart des investisseurs providentiels individuels, les groupes ont également de plus grandes possibilités d'investir en plusieurs tours successifs. Cela réduit la nécessité pour les entrepreneurs de rechercher de nouveaux investisseurs chaque fois qu'ils ont besoin de fonds (Wirtz et collab., 2020).

Par ailleurs, des traits psychologiques de personnalité peuvent influencer le comportement des investisseurs providentiels dans le cadre d'une syndication, qui à son tour peut avoir un impact sur la performance et sur la survie de la compagnie financée (Block et collab., 2019; Bonini et Capizzi, 2019). Aussi, ce genre d'investisseurs est plus sensible aux conditions culturelles et juridiques du pays (Chircop et collab., 2019; Cumming et collab., 2019).

#### *Financement participatif*

La troisième forme de financement à considérer est celle des investisseurs par le biais des plateformes de financement participatif (*crowdfunding*), qui visent principalement les entreprises au début de leur création. Le financement participatif, qui représente une forme émergente de financement par fonds propres, se présente comme une option au financement de projets risqués en se basant sur une forme de définanciarisation de l'évaluation des projets (Bessière et Stéphany, 2015a; Courtney et collab., 2017; Belarouci et collab., 2019; Thies et collab., 2019).

Les projets d'innovation des nouvelles entreprises sont perçus comme fortement risqués, surtout si l'innovation est à l'origine d'un nouveau marché. Ils ne rentrent pas dans les grilles d'analyse des

institutions bancaires, d'où une désincitation des apporteurs de capitaux (Bessière et Stéphany, 2015b). Il en résulte un écart de financement en fonds propres (*equity gap*) concernant aussi bien le financement de la croissance que l'exploitation à court terme. En se référant à la théorie de la hiérarchie des financements, Belarouci et ses collègues (2019) soutiennent que les entreprises utiliseraient le financement participatif en dernier ressort, faute de pouvoir s'autofinancer ou d'accéder à des apports en capitaux propres et dettes (Bessière et Stéphany, 2015b; Walthoff-Borm et collab., 2018).

Initialement, le financement participatif était utilisé pour des projets à but non lucratif (souvent caritatifs) comme collecte de fonds pour quelques individus d'un certain réseau qui tentaient d'économiser de l'argent pour un traitement ou une étude. Puis, il s'est imposé comme un instrument financier à part entière (Babich et collab., 2021). Il est capable de changer les règles du jeu dans le domaine du financement de l'innovation et, par là même, dans la concurrence qui s'exerce dans chacune des industries et entre les pays développés du monde (Rutskiy et collab., 2020). D'après ces derniers, le financement participatif a le potentiel de détruire le monopole des fonds de capital risque et pourrait augmenter considérablement la transparence du marché financier.

Cette forme de financement connaît une croissance rapide et une médiatisation importante dans plusieurs pays du monde (Vulkan et collab., 2016; Babich et collab., 2021). Cet essor a été facilité par un cadre juridique souple et attractif ainsi que par un allègement par les gouvernements des barrières légales liées à cette forme de financement (Ahlers et collab., 2015; Dushnitsky et collab., 2016). À titre d'exemple, les entreprises qui collectent des fonds par le biais d'une plateforme de financement participatif ne sont pas obligées de présenter un prospectus visé par les institutions régulant les marchés financiers (p. ex., l'Autorité des marchés financiers ou AMF) (Girard et Deffains-Crapsky, 2016).

Par ailleurs, Eldridge et ses collègues (2019) ont conclu qu'il existe un impact positif du financement par capitaux propres provenant du financement participatif sur la croissance et sur la performance des

firmes entrepreneuriales. Cela est facilité entre autres par le fait que les investisseurs finançant une de ces firmes en utilisant une plateforme de financement participatif procurent, durant ce processus de financement, des informations qui permettent un apprentissage rapide et non coûteux lié aux besoins de la clientèle de l'entreprise en question (Ordanini et collab., 2011; Wessel et collab., 2016; Estrin et collab., 2018; Vismara, 2018; Babich et collab., 2021). De même, Stanko et Henard (2016) ainsi que Paschen (2017) trouvent que ce type de financement contribue à l'augmentation du degré d'innovation au sein de l'entreprise qui l'adopte. L'apport des contributeurs et des investisseurs dans la finalisation des caractéristiques des produits vendus peut être remarquable puisque ces investisseurs peuvent aussi donner leur opinion comme utilisateurs sur ces caractéristiques. Cela augmenterait la valeur du produit concerné et de la technologie utilisée (Babich et collab., 2021). À ce propos, Tran (2014) avance que l'un des rôles des plateformes Internet est d'impliquer des utilisateurs à certaines étapes clés dans un processus de génération d'idées et d'évolution des produits et services.

De leur côté, Belarouci et ses collègues (2019) confirment que les entreprises qui ont recours au financement participatif sont a priori moins attrayantes si l'évaluation est basée sur les critères financiers traditionnels. En effet, les résultats de leur étude montrent que les entreprises ayant recours à ce type de financement sont plus petites, plus risquées en raison d'un endettement supérieur, moins performantes et dotées de moins d'actifs incorporels traduisant moins d'innovation que les entreprises ayant levé des fonds par d'autres moyens.

Toujours selon ces auteurs, quelle que soit la forme prise par la contribution, le financement participatif serait différent des modes de financement traditionnels que sont les banques et les fonds d'investissement. Ces différences s'expliqueraient par les spécificités des organismes de financement participatif en matière de sensibilité au risque, de motivation, de compétences et d'innovation des projets :

- La *sensibilité au risque* des organismes de financement participatif est, de manière générale, non élevée et explique une partie des spécificités des firmes utilisant ce type de financement. Tuomi et Harrison (2017) montrent que les investisseurs en financement participatif sont plus jeunes et ont une sensibilité au risque plus faible que celle des investisseurs providentiels, et ce, en raison aussi des plus petits montants investis.
- Concernant la *motivation* des contributeurs, qui est difficile à cerner, il est souvent admis que ces derniers ont des exigences différentes des investisseurs traditionnels et sont prêts à substituer en partie des performances financières par des retombées non financières, notamment d'ordre social (Renault, 2017).
- Les *compétences* en matière d'évaluation de projet du financement participatif sont réduites par nature et les contributeurs représentent une variété de compétences. Les plateformes permettent à des investisseurs néophytes d'accéder à plusieurs opportunités d'affaires (Belleflamme et collab., 2014; Ahlers et collab., 2015).
- En matière d'*innovation*, la littérature met en évidence des résultats contradictoires. Si pour certains le financement participatif représente une solution de rechange en raison du caractère trop innovant ou complexe de leur projet (Calmé et collab., 2016), d'autres considèrent qu'il permet d'appuyer des innovations plus incrémentales que radicales (Chan et Parhankangas, 2017).

Par ailleurs, Thies et ses collègues (2019) prouvent qu'une approbation de campagne fournie par le fournisseur de plateforme de financement participatif (p. ex., la plateforme américaine Kickstarter) influence non seulement positivement les chances de succès de la campagne auprès de bailleurs de fonds du projet (Wessel et collab., 2017), mais augmente également la probabilité de suivi post-campagne des investissements en capital risque. Les résultats de leur étude démontrent qu'une évaluation positive du potentiel d'une campagne fonctionne comme un signal positif pour les investisseurs extérieurs (Mollick et Kuppaswamy, 2014; Ahlers et collab., 2015; Vismara, 2018).

## 2. Les bases théoriques du financement entrepreneurial par capitaux propres

### 2.1 Asymétrie de l'information et gouvernance

En raison de l'asymétrie de l'information entre l'entrepreneur et les différents bailleurs de fonds (p. ex., les investisseurs providentiels et les sociétés de capital risque), et qui peut être élevée, ces bailleurs de fonds adoptent des mécanismes de suivi, d'évaluation et de contrôle.

L'asymétrie de l'information peut être très importante selon le niveau de risque et d'innovation caractérisant l'entreprise et selon la quantité de données comptables et financières associées à cette dernière. Les différentes interactions entre l'entrepreneur et les investisseurs font appel au concept de gouvernance, qui est défini comme l'étude des systèmes qui délimitent les pouvoirs décisionnels des dirigeants (Charreaux, 2002; Wallmeroth et collab., 2018; Cumming et collab., 2019). La littérature sur la relation entre les investisseurs, principalement les capital risqueurs, et les entrepreneurs a été dominée par la dimension disciplinaire du rôle des actionnaires en raison de l'asymétrie de l'information caractérisant cette relation. Dans cette optique, les capital risqueurs ainsi que les investisseurs providentiels sont considérés comme des apporteurs de capitaux qui mettent en place des mécanismes de contrôle et d'incitation de l'entrepreneur, et ce, dans le but de maximiser la rentabilité de leur investissement.

Cependant, étant donné leur contribution des connaissances et des compétences, les investisseurs providentiels et les capital risqueurs sont impliqués dans une relation plus complexe qui pourrait faire appel à une approche plus cognitive. Selon l'approche cognitive de la gouvernance, l'entreprise, en plus d'être un ensemble de contrats, représente « un répertoire de connaissances » (Charreaux, 2002). Cette conception moins disciplinaire de la relation investisseurs-entrepreneur s'appuie sur la création de valeur ainsi que sur le développement et la construction de compétences, d'innovations, de connaissances et d'opportunités d'investissement (Wallmeroth et collab., 2018; Cumming et collab., 2019).

La gouvernance, qui s'appuie sur un ensemble de mécanismes guidant le comportement des gestionnaires, peut être un levier organisant la contribution cognitive des différents acteurs et protégeant les investissements financiers. Elle est influencée par le type d'investisseur impliqué, qui fait appel à ces mécanismes pour réguler ses interactions avec l'entrepreneur et avec les autres investisseurs. Ceux-ci peuvent être contractuels ou organisationnels (Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022; Bonnet et collab., 2017). Ils aident à mitiger les conflits d'intérêts entre les différents acteurs dans une firme entrepreneuriale dans le cas de mécanismes de type disciplinaire et à favoriser l'apprentissage organisationnel dans le cas de ceux de type cognitif (Wallmeroth et collab., 2018).

Le mode de gouvernance utilisé par les investisseurs dépend en partie de leur expérience, de leurs connaissances, de leur formation, de leurs caractéristiques cognitives ainsi que de leurs spécificités organisationnelles, institutionnelles et économiques. Par exemple, de manière générale, les investisseurs providentiels ont une approche de contrôle plus flexible et moins formelle, comparativement aux capital risqueurs. Ils préfèrent une gouvernance relationnelle plutôt que contractuelle et leurs contrats sont plus simples et conviviaux et moins contraignants pour les entrepreneurs, tout en ayant des droits de contrôle plus faibles (Wallmeroth et collab., 2018; Cumming et collab., 2019).

Dans le cas des *startups* et des jeunes entreprises se finançant par des sociétés de capital risque, par des investisseurs providentiels ou par du financement participatif, la gouvernance représente un élément déterminant pouvant les aider à réaliser une meilleure performance (Bonnet et Wirtz, 2012). Particulièrement, elle est devenue un enjeu majeur, surtout pour ce dernier type de financement puisque les plateformes sont incitées à bien gérer la relation entre les entrepreneurs et les nombreux investisseurs impliqués (Bessière et Stéphany, 2015b). Cela n'est pas facile, car cette relation peut différer en fonction des caractéristiques de ces derniers, ce qui signifie que la gouvernance doit être ajustée en prenant en considération ces caractéristiques.

Pour améliorer la gouvernance et pour créer de la valeur au sein d'une firme entrepreneuriale, le



conseil d'administration peut jouer un rôle important (Cumming et collab., 2019). Différentes études ont essayé d'explorer son rôle, sa composition ainsi que sa capacité à attirer des fonds supplémentaires et à développer des stratégies réussies dans les *startups* et les firmes entrepreneuriales (Wilson et Testoni, 2014; Knockaert et collab., 2015; Garg et Furr, 2017).

Une des études menées par Ahlers et ses collègues (2015) démontre que les conseils d'administration avec plus de membres et des membres détenant une maîtrise en administration des affaires (MBA) peuvent aider les *startups* à envoyer des signes positifs pour attirer plus de fonds d'investisseurs entrepreneuriaux, incluant les investisseurs par financement participatif.

Or, avec le co-investissement, comme le proposent Cumming et ses collègues (2019), il y a un besoin d'explorer la composition et l'impact des conseils d'administration sur la performance des firmes entrepreneuriales et sur leur rôle dans le développement de stratégies réussies et dans l'attraction de ressources financières, en plus d'étudier le capital humain et social des membres du conseil d'administration ayant un lien avec les bailleurs de fonds.

Pour discuter de la gouvernance et de la relation entrepreneur-investisseurs, il est essentiel de revenir sur la théorie de l'agence. Selon cette théorie, les entrepreneurs et, de manière générale, les dirigeants d'entreprise peuvent adopter des comportements opportunistes, ce qui peut causer des conflits d'intérêts entre eux et les investisseurs. Afin de réduire ces conflits, ces derniers peuvent adopter des mécanismes disciplinaires et de contrôle, tels que le pacte d'actionnaires, le conseil d'administration et les montages financiers (Stéphany, 2003; Wallmeroth et collab., 2018; Cumming et collab., 2019).

Toutefois, l'appui sur la théorie de l'agence pour expliquer comment l'entreprise se développe et interagit avec ses bailleurs de fonds se limiterait à la dimension disciplinaire et aux comportements déviants par rapport à cette discipline. Cela représente une limite importante du modèle de cette théorie, qui considère que les opportunités se manifestent de manière exogène dans l'environnement de l'entreprise, donc qu'elles ne sont pas

construites au sein de celle-ci. En soulevant le point d'émergence des opportunités au sein de l'organisation, il est nécessaire de revenir sur l'importance des ressources et des actifs humains qui favorisent le développement de compétences distinctives (Charreaux, 2002; Cohen et Wirtz, 2021).

Dans ce sens, plusieurs auteurs observent que des investisseurs formels et informels (p. ex., les investisseurs providentiels et les capital risqueurs) se voient comme des apporteurs de connaissances et de compétences qui accompagnent les entrepreneurs dans le processus de création de valeur et d'identification d'opportunités, et qui contribuent stratégiquement à instaurer une gouvernance appropriée pour l'entreprise (Wright, 2002; Kelly et Hay, 2003; Graebner et Eisenhardt, 2004; Macht et Robinson, 2009; Desbrières, 2011). Soulignons que les entrepreneurs et les dirigeants d'entreprise en création ou en croissance, selon Guéry-Stévenot (2006), ont aussi leur propre stratégie, leurs buts personnels et leurs actifs dans leur projet entrepreneurial, et les capital risqueurs peuvent contribuer grandement à l'élaboration de la stratégie et à l'organisation de l'entreprise, et ce, en collaboration avec les dirigeants et en respectant leurs orientations et leurs choix.

## 2.2 Gouvernance cognitive et approche effectuale

Afin de mettre en évidence la pertinence de la gouvernance cognitive et de l'approche effectuale dans le cas du co-investissement, et étant donné l'apport des capital risqueurs, des investisseurs providentiels et des investisseurs par financement participatif en matière de connaissances, de compétences et d'informations, il paraît judicieux de faire appel à une référence théorique qui prend en considération la dimension cognitive (Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022).

L'approche cognitive, qui s'intéresse tout particulièrement à la manière dont le dirigeant repère, saisit et transforme des opportunités de croissance au sein d'une organisation, mobilise notamment la théorie basée sur les ressources et les capacités organisationnelles (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1996; Teece et collab., 1997).

D'un autre côté, une théorie à laquelle on pourrait se référer pour analyser le processus cognitif de certains individus dans leur prise de décision et qui illustre davantage la gouvernance cognitive et l'approche effectuale (Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022) est la théorie de l'effectuation, qui a été proposée par Sarasvathy (2001). Cette dernière a étudié le comportement de 27 entrepreneurs ayant connu un succès dans la création de leur entreprise, et ce, en leur présentant un exercice projectif qui consiste en la création d'une nouvelle entreprise. Elle a démontré que ces entrepreneurs à succès prennent leurs décisions principalement à partir des moyens à disposition pour faire face à des situations données et pour résoudre les problèmes rencontrés. Cela représente une approche effectuale, qui ne s'appuie pas sur des éléments prédictifs dans la prise de décision, contrairement à l'approche prédictive (Wiltbank et collab., 2009; Cohen et Wirtz, 2021).

Dans ce sens, les interactions de l'entrepreneur avec les différents acteurs et parties prenantes s'impliquant dans le développement du projet entrepreneurial permettent de bénéficier de moyens n'étant pas à sa disposition, ce qui enrichit les ressources et les capacités cognitives de celui-ci et de son entreprise, et lui permet d'ouvrir de nouvelles perspectives. À l'inverse, l'approche prédictive ou approche causale cherche à sélectionner entre différents moyens pour atteindre un objectif préétabli.

Ainsi, la logique effectuale semble donner une image plus appropriée du processus décisionnel accompagnant la création d'une entreprise, situation où l'entrepreneur possède peu de ressources, alors qu'il opère dans un contexte d'incertitude élevée. Autrement dit, si l'approche causale et prédictive repose sur l'identification et sur la réunion des moyens nécessaires pour l'atteinte du but préconçu, l'approche effectuale consiste en la provocation et la création des opportunités entrepreneuriales en fonction des moyens disponibles et accessibles. La création d'opportunités s'appuie sur un processus qui implique des interactions soutenues et dynamiques entre les différents acteurs (Bonnet et collab., 2014; Cohen et Wirtz, 2021).

Soulignons que l'approche effectuale est adaptée à un environnement incertain, étant donné que la gouvernance effectuale intègre l'incertitude comme caractéristique du processus entrepreneurial. Cependant, dès que l'incertitude est réduite, les entrepreneurs s'appuieraient, selon Silberzahn (2016), sur une approche prédictive et sur des ressources et moyens disponibles pour suivre un processus causal. Cela signifie que les approches prédictive et effectuale peuvent être complémentaires tout au long du processus de développement et de croissance de plusieurs types de jeunes entreprises (Silberzahn, 2016; Cohen et Wirtz, 2021).

Selon Burkhardt-Bourgeois et Cohen (2022), pour créer des opportunités, les entrepreneurs ont davantage besoin d'apports en expérience managériale de connaissances techniques et de réseaux d'affaires, plutôt que de ressources financières. Ils déploient la rationalité effectuale pour utiliser les ressources disponibles afin de créer ces opportunités. Cependant, après la création de ces dernières, les entrepreneurs suivraient une rationalité causale et une approche prédictive, et pourraient s'allier avec des investisseurs privilégiant cette approche, comme les sociétés de capital risque.

### 2.3 Trajectoire de croissance

En s'appuyant sur l'approche traditionnelle, les entreprises passent par différents stades de développement, à savoir la création, le démarrage, la croissance, l'expansion et le déclin. Par contre, certaines entreprises ne passent pas nécessairement par tous ces stades (p. ex., le déclin). Aussi, en fonction des caractéristiques de l'entreprise, de ses produits et de son environnement externe, les étapes par lesquelles passe celle-ci auront des durées différentes.

Soulignons que la littérature n'est pas précise en ce qui concerne le nombre de stades de développement ni ce qui constitue un stade de développement. Cependant, il est globalement admis que la croissance d'une firme suit généralement au moins trois stades génériques : démarrage, forte croissance et maturité (Phelps et collab., 2007).

Cela nous conduit à mentionner la notion de trajectoire de croissance, qui ne va pas dans le

même sens que l'approche traditionnelle, qui a été critiquée pour sa vision trop déterministe de la croissance. En relation avec le concept de trajectoire de croissance, bon nombre d'auteurs montrent que toutes les entreprises n'évoluent pas de la même manière, mais plutôt selon des trajectoires types en fonction de leurs spécificités (Garnsey et collab., 2006; Levie et Lichtenstein, 2010; Biga Diambeidou et Gailly, 2011).

Par ailleurs, les risques auxquels une entreprise fera face ainsi que leur degré de criticité sont conditionnés par le stade de développement où elle se trouve. L'entreprise en début de cycle de croissance peut faire face à d'importantes situations difficiles liées au développement de marché ainsi qu'au financement de ses affaires, surtout si ses produits sont innovants (Qoqiauri, 2016). De même, le manque de ressources humaines spécialisées dans certaines activités aux premiers stades de développement (p. ex., le contrôle des stocks ou la gestion de crédit et du fonds de roulement) peut faire vivre à une entreprise d'importants problèmes de liquidités et des difficultés en matière de satisfaction de la clientèle, surtout pendant les périodes de turbulences (Cumming et Johan, 2008; Qoqiauri, 2016).

Selon le paradigme du cycle de croissance financière, les sources et les besoins financiers des *startups* changent à mesure qu'elles grandissent et mûrissent (Berger et Udell, 1998; Deloof et Vanacker, 2018). L'opacité informationnelle limite initialement l'accès aux financements externes, en particulier la dette bancaire, et rend les *startups* dépendantes du financement d'initiés, du crédit commercial et du financement des investisseurs providentiels (Berger et Udell, 1998; Carpenter et Petersen, 2002; Deloof et Vanacker, 2018). Dans ce paradigme, la dette bancaire ne devient disponible que lorsque les *startups* ont développé un historique de performance, généré des flux de trésorerie stables et possèdent à leur bilan des actifs tangibles pouvant être donnés en garantie. Un certain nombre d'études montrent que la dette bancaire joue un rôle crucial dans la phase de démarrage de nombreuses firmes entrepreneuriales, y compris celles à forte croissance et celles financées par du capital risque (Vanacker et

Manigart, 2010; Robb et Robinson, 2014; Deloof et Vanacker, 2018).

Par ailleurs, une des décisions les plus importantes dans le cycle de vie d'une entreprise est celle d'entrer en Bourse (Kesten, 2019). De nouveaux marchés boursiers ont émergé dans de nombreux pays du monde avec des normes de cotation plus faibles (Boeh et Dunbar, 2019). Ces normes moins strictes permettent aux entreprises d'entrer en Bourse plus tôt, bien qu'au prix d'une sous-évaluation significative et d'une sous-performance à long terme, en raison d'un manque de préparation à être un émetteur assujetti (Johan, 2010; Boeh et Dunbar, 2019).

### 3. Le co-investissement

Le co-investissement impliquant différents types de bailleurs de fonds fournit une contribution positive dans la forme d'opinion additionnelle, de savoir-faire et d'expertise managériale (Cumming et Vismara, 2017; Chen et collab., 2019; Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022). Dans ce sens, Brander et ses collègues (2002) constatent que le rendement de l'investissement impliquant différents fournisseurs de fonds pour les jeunes entreprises est plus élevé, comparativement à un investissement d'un seul bailleur de fonds (Wallmeroth et collab., 2018).

Ainsi, le financement par capital risque favoriserait plus d'investissement en R-D, l'adoption de plus d'alliances stratégiques, une meilleure productivité et profitabilité ainsi qu'une introduction en Bourse plus réussie (Lindsey, 2008; Chemmanur et collab., 2011; Rusu et Toderascu, 2016; Chen et collab., 2019).

D'un autre côté, l'implication financière des investisseurs providentiels dans une entreprise faciliterait l'attraction d'autres bailleurs de fonds et permettrait une croissance élevée de celle-ci. De même, le processus de financement en capitaux propres par financement participatif procure, dans les premiers stades de développement de l'entreprise, une meilleure lecture des besoins de la clientèle et de sa perception de la qualité des produits vendus par cette dernière (Chen et collab., 2019), ce qui contribuerait à l'augmentation du degré d'innovation au sein de celle-ci (Stanko et Henard, 2016; Paschen, 2017).

Dutta et Folta (2016) affirment, à partir des résultats de leur étude, que les sociétés de capital risque et les groupes d'investisseurs providentiels s'impliquant à un stade précoce contribuent à parts égales aux taux d'innovation. Néanmoins, les effets de leur contribution ne sont pas additifs, car l'influence du capital risque disparaît relativement en présence de l'influence des investisseurs providentiels, indiquant un rôle substitutif des investisseurs providentiels et en capital risque sur ce taux.

Un deuxième résultat de l'étude de Dutta et Folta (2016) démontre que les entreprises financées par capital risque ont un impact significativement plus élevé sur la performance que celles financées par des groupes d'investisseurs providentiels. Ces auteurs constatent également que les entreprises soutenues par des sociétés de capital risque se retirent par le biais d'un premier appel public à l'épargne (PAPE) ou d'une acquisition par un tiers dans un délai plus court, par rapport aux entreprises soutenues par des groupes d'investisseurs providentiels. En conséquence, l'étude fournit une analyse permettant de comprendre comment les sociétés de capital risque et les groupes d'investisseurs providentiels influencent différemment les résultats des entreprises et la création de valeur au sein de ces dernières (Dutta et Folta, 2016).

Les sociétés de capital risque ont tendance à se spécialiser dans certaines industries, ce qui leur permet de tirer parti de leur expertise et de leurs réseaux pour une diligence raisonnable efficace, et d'attirer un large bassin de ressources essentielles au développement de l'entreprise (Sorenson et Stuart, 2001). En conséquence, les réseaux de capital risque devraient être plus larges et structurés pour que leurs investissements bénéficient d'une plus grande couverture médiatique que les groupes d'investisseurs providentiels. Il peut être raisonnable d'affirmer que les sociétés de capital risque à un stade précoce auront un effet d'approbation plus fort que les groupes d'investisseurs providentiels. Cependant, ces derniers incluent fréquemment certains des investisseurs plus actifs et sophistiqués ayant une expérience considérable du secteur (Kerr et collab., 2014). Cela permet à ces investisseurs de tirer parti de cette expérience et de leurs liens existants, et d'évaluer collective-

ment de manière convenable les entreprises financées (Carpentier et Suret, 2015), ce qui envoie un signal puissant de qualité à d'autres investisseurs (Dutta et Folta, 2016).

Hellmann et Thiele (2015), qui ont analysé la façon dont les marchés des investisseurs providentiels et du capital risque interagissent, avancent que l'essor du marché des investisseurs providentiels coïncide avec une évolution des investissements en capital risque vers des transactions plus tardives. En conséquence, la voie de financement des *startups* axées sur la croissance implique généralement un financement initial d'investisseurs providentiels, avec un financement ultérieur provenant de sociétés de capital risque. Les investisseurs providentiels disposent de fonds limités et ont généralement besoin de sociétés de capital risque pour fournir un financement de suivi aux entreprises financées (Hellmann et Thiele, 2015). En même temps, les capital risqueurs s'appuient sur des investisseurs providentiels pour mieux gérer ces dernières.

Puisqu'ils jouent des rôles complémentaires dans le processus de financement de nouvelles entreprises, il peut sembler que les investisseurs providentiels et les capital risqueurs devraient être amis. Cependant, dans la pratique, ils se considèrent souvent comme des ennemis (Hellmann et Thiele, 2015). En particulier, les investisseurs providentiels se plaignent fréquemment que les sociétés de capital risque abusent de leur pouvoir de marché en proposant des valorisations injustement basses. Les attentes de faibles valorisations au stade du capital risque affectent alors la volonté des investisseurs providentiels d'investir dans des *startups* (Hellmann et Thiele, 2015).

Par ailleurs, Stevenson et ses collègues (2019) avancent que, depuis la venue du financement participatif, les initiatives de financement par capital risque se sont tournées vers certains investissements à un stade plus précoce, qui s'écartent de l'accent mis précédemment sur les investissements à un stade ultérieur. Cela pourrait signaler des changements dans les pratiques dominantes en matière de capital risque causés par les pressions perturbatrices que le financement participatif a générées, notamment aux États-Unis (Moedl, 2021).

Ces changements pourraient avoir un impact significatif sur les façons courantes de faire des affaires pour les sociétés de capital risque et accroître les intérêts de ces sociétés sur d'autres marchés et industries. Des prévisions récentes soulignent que le financement participatif dépassera le capital risque en tant que principale source de financement de nouvelles entreprises d'ici une décennie, ce qui signifie que le financement par capital risque devra s'adapter pour rester compétitif (Stevenson et collab., 2019). Or, selon ces auteurs, si le financement participatif prend plus de place que le capital risque, les firmes financées par financement participatif manqueront d'expertises et de capacités managériales fournies d'habitude par le capital risque, ce qui pousserait ces firmes à chercher ces compétences d'une autre façon et leur causerait des difficultés de gestion.

Stevenson et ses collègues (2019), en étudiant des entreprises américaines, concluent que le financement participatif fonctionne comme un substitut au capital risque dans certains États des États-Unis (Californie, Massachusetts et New York), alors que, dans d'autres, ils fonctionnent comme des compléments. Aussi, les firmes du domaine des nouvelles technologies et les gazelles sont celles qui sont le plus financées par le capital risque. D'autres firmes travaillant dans d'autres domaines comme les produits de consommation, les services, les loisirs et l'agroalimentaire ont plus bénéficié de financement participatif. De même, certaines régions des États-Unis ont plus bénéficié de financement participatif que de capital risque. Ainsi, selon Stevenson et ses collègues (2019), la croissance du financement participatif augmentera l'entrepreneuriat dans des domaines autres que la nouvelle technologie et dans plusieurs régions des États-Unis et du monde.

Babich et ses collègues (2021) avancent que, bien que la littérature se concentre principalement sur les résultats des campagnes de financement participatif et sur la conception optimale de ces campagnes, les questions plus larges de l'impact du financement participatif sur les entrepreneurs et de la manière dont les plateformes de financement participatif s'intègrent aux sources traditionnelles de financement des *startups* (soit les banques et les sociétés de capital risque) ont reçu relativement peu d'attention. En effet, selon ces auteurs, le

financement participatif peut également nuire à l'entrepreneur et au capital risque. D'un côté, pour certains projets, le financement participatif permet d'accéder à la fois au capital risque et au financement bancaire, alors que la concurrence entre ces investisseurs profite à l'entrepreneur. D'un autre côté, Babich et ses collègues (2021) constatent que le financement participatif, même lorsqu'il réussit, peut ne pas être avantageux pour la société de capital risque et pour l'entrepreneur. Ces auteurs montrent que le fait d'avoir trop de capital ou d'avoir un projet dont la probabilité de rentabilité est très élevée peut réduire les incitations du capital risque à exercer un effort opérationnel. De plus, la concurrence d'autres investisseurs réduit la valeur pour les investisseurs en capital risque, qui peuvent se retirer complètement de la transaction. Cela peut nuire aux entrepreneurs, qui perdent une précieuse expertise opérationnelle provenant de ces investisseurs (Babich et collab., 2021).

Cohen et Wirtz (2021), en comparant une entreprise à hypercroissance à une entreprise à croissance modérée, montrent que les chemins de croissance dépendent de manière critique de la capacité des fondateurs à tirer parti des ressources financières et cognitives des investisseurs providentiels et des capital risqueurs dans un processus continu d'interactions. La correspondance dynamique des styles de prise de décision des entrepreneurs et des investisseurs est essentielle pour façonner des trajectoires de croissance convenables, étant donné que les investisseurs et les entrepreneurs interagissent continuellement.

Plus précisément, le partage d'un style de prise de décision prédictif entre les capital-risqueurs, les investisseurs providentiels et les entrepreneurs facilite la communication mutuelle et la compréhension partagée dans la poursuite conjointe d'objectifs de croissance ambitieux. La croissance la plus forte peut être obtenue grâce au co-investissement simultané des sociétés de capital risque formelles et de certains types d'investisseurs providentiels, d'après Cohen et Wirtz (2021). Selon ces derniers, un style de prise de décision très prédictif partagé par tous les acteurs apparaît comme une condition préalable importante pour réaliser ce genre de croissance. Une fois que les acteurs impliqués sont lancés sur une trajectoire de croissance spécifique, leurs interactions continues

influent positivement la capacité à lever du financement auprès de diverses sources pertinentes lors des tours suivants (Cohen et Wirtz, 2021).

#### 4. Propositions de recherche

Comme mentionné plus haut, certains auteurs (Bonnet et Wirtz, 2012; Bonnet et collab., 2014; Cohen, 2017) ont étudié le co-investissement impliquant les capital risqueurs et les investisseurs providentiels ainsi que leurs interactions dynamiques, la complémentarité de leur contribution en matière de conseils et de compétences, alors qu'ils ont souligné la complexité de leur relation d'affaires et d'agence.

Puisque la collecte de fonds par les plateformes de financement participatif augmente la complexité de la relation entre l'entrepreneur et les actionnaires ainsi qu'entre les différents types d'actionnaires, incluant les bailleurs de fonds entrepreneuriaux traditionnels (Bessière et collab., 2020), nous suggérons la proposition suivante :

*Proposition 1 : L'implication des trois types d'investisseurs entrepreneuriaux dans une entreprise, à savoir les capital risqueurs, les investisseurs providentiels et le financement participatif, augmente les difficultés liées à la gouvernance cognitive et disciplinaire, mais favorise la réalisation d'une performance élevée et un niveau de croissance approprié.*

Cohen et Wirtz (2021) montrent que les trajectoires de croissance dépendent de manière critique de la capacité des fondateurs à tirer parti des ressources financières et cognitives des investisseurs providentiels et des capital risqueurs dans un processus continu d'interactions. Cela nous conduit à la proposition suivante :

*Proposition 2 : Les entrepreneurs devraient jouer un rôle important dans l'organisation des interactions avec les principaux investisseurs en capitaux propres et profiter convenablement des capacités cognitives de ces investisseurs.*

Les interactions de l'entrepreneur avec les différents acteurs et parties prenantes s'impliquant dans le développement du projet entrepreneurial permettent de bénéficier de moyens n'étant pas à sa disposition, ce qui enrichit les ressources et les

capacités cognitives de celui-ci et de son entreprise, et permet d'ouvrir de nouvelles perspectives (Sarasvathy et collab., 2003; Bonnet et collab., 2013; Cohen et Wirtz, 2021). Ainsi, nous pouvons avancer la proposition suivante :

*Proposition 3 : La création d'opportunités s'appuie sur un processus qui implique des interactions soutenues et dynamiques entre les différents acteurs et bailleurs de fonds.*

Étant donné le rôle central de l'entrepreneur pour le développement de son entreprise et pour la création de valeur au sein de celle-ci (Cohen et Wirtz, 2021; Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022), nous suggérons la proposition suivante :

*Proposition 4 : Les orientations stratégiques des entrepreneurs, leurs caractéristiques et leurs choix de croissance influencent considérablement la trajectoire de croissance de leur entreprise et leurs interactions avec les investisseurs.*

Selon Burkhardt-Bourgeois et Cohen (2022), pour créer des opportunités, les entrepreneurs ont davantage besoin d'apports en expérience managériale de connaissances techniques et de réseaux d'affaires qui peuvent provenir d'autres acteurs et bailleurs de fonds. Ils s'appuient sur une rationalité effectuale pour utiliser les ressources disponibles afin de créer ces opportunités (Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022). Cela induit la proposition suivante :

*Proposition 5 : Dans le but de créer des opportunités, les entrepreneurs adoptent une approche effectuale afin de profiter des ressources disponibles, incluant celles fournies par les différents acteurs et bailleurs de fonds.*

#### Conclusion

Plusieurs auteurs avancent qu'il existe peu d'études sur les cas de co-investissement regroupant les capital risqueurs, les investisseurs providentiels et les investisseurs par financement participatif (Drover et collab., 2017; Wallmeroth et collab., 2018; Cumming et collab., 2019; Bessière et collab., 2020). La rareté de ces études est due au fait que les données disponibles viennent des sociétés de capital risque et ne contiennent pas assez d'éléments sur les autres sources de financement (Cumming et collab., 2019).

Ainsi, dans le cadre du présent projet, notre objectif a été d'effectuer une large revue de la littérature sur le co-investissement et d'analyser les interactions des investisseurs entrepreneuriaux entre eux et avec les entrepreneurs, et ce, dans le but de suggérer des propositions qui pourront faire l'objet de projets de recherche. Nous avons donc recensé les écrits sur l'apport financier et cognitif des trois types d'investisseurs à la performance de l'entreprise et de leur influence sur sa croissance, dans le cas où ils sont impliqués (tous les trois ou deux d'entre eux) dans le processus de financement.

Cela nous a conduits à identifier les éléments et aspects qui peuvent rendre cet apport considérable et avantageux pour l'entreprise financée, puis à analyser la trajectoire de croissance et de financement par capitaux propres des firmes entrepreneuriales. Cela nous a permis d'analyser la relation de cette trajectoire avec les besoins spécifiques des entreprises à différentes étapes de leur développement ainsi qu'avec les caractéristiques et les orientations stratégiques de l'entrepreneur.

Nous avons aussi illustré différents aspects relatifs à la gouvernance cognitive, son importance dans la gestion du co-investissement ainsi que son influence sur la création de valeur au sein de la firme entrepreneuriale. Pour conclure notre revue de littérature, nous avons suggéré cinq propositions que nous croyons pertinent de vérifier et d'étudier. Elles représentent notre contribution à caractère théorique dans le présent article.

#### *Avenues de recherche*

Afin d'étudier les propositions énoncées, nous suggérons, comme avenue de recherche, de réaliser une étude de cas multiple sur des firmes entrepreneuriales ayant bénéficié du co-investissement impliquant des capital risqueurs, des investisseurs providentiels et des investisseurs par financement participatif.

Cette étude qualitative correspondra parfaitement, selon Nieto et Pérez (2000) et Yin (2008), aux caractéristiques de la recherche proposée, qui est de nature exploratoire et descriptive, et dont l'objet est un phénomène contemporain et complexe qui doit être examiné dans son contexte. Cela en prenant en considération, d'un côté, les caractéristiques des organismes ainsi que leur environnement interne et externe et, d'un autre côté, le profil des acteurs et leur expérience. La collecte des données s'appuiera sur des entretiens semi-dirigés avec les principaux acteurs impliqués dans la gestion et le financement par capitaux propres des entreprises sélectionnées. Elle aura comme objectif d'explorer la perception de chacun de ces acteurs sur leurs interactions ainsi que sur l'influence de la contribution financière et cognitive des investisseurs sur la performance de ces dernières et sur leur trajectoire de croissance.

Les données collectées et leur analyse contribueront considérablement aux avancées des connaissances sur le sujet du co-investissement entrepreneurial et favoriseront l'exploration des différents aspects de la gouvernance cognitive (Drover et collab., 2017; Wallmeroth et collab., 2018; Bessière et collab., 2020; Cohen et Wirtz, 2021; Burkhardt-Bourgeois et Cohen, 2022). Elles pourront aussi servir comme références pour le développement de politiques publiques adéquates afin de pallier l'écart de financement des firmes entrepreneuriales ainsi que de mieux développer les programmes gouvernementaux et les régulations relatives au financement entrepreneurial.

Par ailleurs, après une étude qualitative, une enquête pourrait aussi être menée qui viserait les entrepreneurs au sein des firmes entrepreneuriales ayant bénéficié de co-investissement impliquant des capital risqueurs, des investisseurs providentiels et des investisseurs par financement participatif. Elle aurait comme objectif d'analyser certains éléments bien ciblés et d'évaluer, de manière subjective, leur impact sur la performance de ces firmes.

## RÉFÉRENCES

- Aernoudt, R. (2005). Business angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels. *International Journal of Business*, 10(3), 271-284. <https://ijb.cyut.edu.tw/var/file/10/1010/img/851/V103-5.pdf>
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D. J., Guenther, C. et Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
- Baas, T. et Schrooten, M. (2006). Relationship banking and SMEs: A theoretical analysis. *Small Business Economy*, 27(2-3), 127-137. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-0018-7>
- Babich, V., Marinesi, S. et Tsoukalas, G. (2021). Does crowdfunding benefit entrepreneurs and venture capital investors? *Manufacturing & Service Operations Management*, 23(2), 508-524. <https://doi.org/10.1287/msom.2019.0835>
- Baeyens, K., Vanacker, T. et Manigart, S. (2006). Venture capitalists selection process: The case of biotechnology proposals. *International Journal of Technology Management*, 34(1-2), 28-46. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2006.009446>
- Barney, J. B. (1996). The resource-based theory of the firm. *Organization Science*, 7(5), 469-592. <https://doi.org/10.1287/orsc.7.5.469>
- Baum, J.A. et Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411-436. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00038-7)
- Belarouci, M., Fonrouge, C. et François, V. (2019). Caractéristiques des jeunes entreprises innovantes ayant recours au financement participatif : approche comparative selon les modes de levées de fonds. *Revue internationale PME*, 32(3-4), 63-84. <https://doi.org/10.7202/1067733ar>
- Bellavitis, C., Filatotchev, I., Kamuriwo, D. S. et Vanacker, T. (2017). Entrepreneurial finance: New frontiers of research and practice. *Venture Capital*, 19(1-2), 1-16. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1259733>
- Belleflamme, P., Lambert, T. et Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
- Berger, A. N. et 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, 613-673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Berglöf, E. (1994). A control theory of venture capital finance. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(2), 247-267. <http://dx.doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036850>
- Bessière, V. et Stéphany, E. (2015a). *Le financement de l'innovation : nouvelles perspectives théoriques et pratiques*. De Boeck.
- Bessière, V. et Stéphany, E. (2015b). Financement et gouvernance des start-ups en equity crowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie*, 18(4). <https://doi.org/10.4000/fcs.1684>
- Bessière, V., Stéphany, E. et Wirtz, P. (2020). Crowdfunding, business angels, and venture capital: An exploratory study of the concept of the funding trajectory. *Venture Capital*, 22(2), 135-160. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1599188>
- Biga Diambeidou, M. B. et Gailly, B. (2011). A taxonomy of the early growth of Belgian start-ups. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18(2), 194-218. <http://dx.doi.org/10.1108/14626001111127034>
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J. et Vismara, S. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal*, 50(2), 239-250. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6>
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S. et Andres R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329-352. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Bonini, S. et Capizzi, V. (2019). The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: Future threats and opportunities. *Venture Capital*, 21(2-3), 137-175. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.16086970>
- Bonnet, C. et Wirtz, P. (2011). Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalists coinvest. *Venture Capital*, 14(2), 91-110. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.654603>



- Bonnet, C., Wirtz, P. et Séville, M. (2013). *Nascent governance: The impact of entrepreneurial finance on board formation and roles*, BCERC. <https://shs.hal.science/halshs-00850021/document>
- Bonnet, C., Séville, M. et Wirtz, P. (2017). Genèse et fonctionnement du conseil d'administration d'une firme entrepreneuriale : le rôle des identifications sociales des administrateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, 20(3). <https://doi.org/10.4000/fcs.1980>
- Brander, J., Amit, R. et Antweiler, W. (2002). Venture capital syndication: Improved venture selection versus the value-added hypothesis. *Journal of Economics and Management Strategy*, 11(3), 423-452. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2002.00423.x>
- Bruton, G. D. (dir.). (2010). Business and the world's poorest billion: The need for an expanded examination by management scholars. *Academy of Management Perspectives*, 24, 5-9. <http://dx.doi.org/10.5465/AMP.2010.52842947>
- Burkhardt-Bourgeois, K. et Cohen, L. (2022). Prediction and control: The specific role of business angels in the investment process. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 21(1), 93-126. <https://doi.org/10.3917/entre1.pr.0034>
- Boeh, K. K. et Dunbar, C. G. (2018). IPO Regulators Gone Wild. Dans Cumming, D. et Johan, S. (dir.), *Oxford Handbook of IPOs*. Oxford University Press.
- Calmé, I., Onnée, S. et Zoukous, E. A. (2016). Plateformes de crowdfunding et acteurs de l'écosystème entrepreneurial. *Revue française de gestion*, 42(259), 139-154. <http://dx.doi.org/10.3166/rfg.2016.00080>
- Carpenter, R. E. et Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309. <https://doi.org/10.1162/003465302317411541>
- Carpentier, C. et Suret, J. M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 808-821. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.04.002>
- Chan, R. C. S. et Parhankangas, A. (2017). Crowdfunding innovative ideas: How incremental and radical innovativeness influence funding outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 237-263. <https://doi.org/10.1111/etap.12268>
- Charreaux, G. (2002). Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance. *Revue française de gestion*, 28(141), 77-107.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K. et Nandy, D. K. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr096>
- Chen, I. Y., Lin, C. Y., Peng, Y. N., Chen, Y. S. et Hsieh, C. T. (2019). Evaluating the optimal solution on crowdfunding, angel and venture capital based on the hierarchical framework-case study of lending company in fintech. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy*, 14(2).
- Chircop, J., Johan, S. A. et Tarsalewska, M. (2019). Does religiosity influence venture capital investment decisions? *Journal of Corporate Finance*, 62, 101589. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101589>
- Clarysse, B. et Moray, N. (2004). A process study of entrepreneurial team formation: The case of a research-based spin-off. *Journal of Business Venturing*, 19(1), 55-79. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00113-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00113-1)
- Cohen, L. et Wirtz, P. (2021). Decision-making style in entrepreneurial finance and growth. *Small Business Economics*, 59(1), 183-210. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00528-y>
- Colombo, M., Grilli, L. et Verga, C. (2007). High-tech start-up access to public funds and venture capital: Evidence. *International Review of Applied Economics*, 21(3), 381-402. <https://doi.org/10.1080/02692170701390361>
- Cosh, A., Cumming, D. et Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *The Economic Journal*, 119(540), 1494-1533. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2009.02270.x>
- Courtney, C., Dutta, S. et Li, Y. (2017). Resolving information asymmetry: Signaling, endorsement, and crowdfunding success. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 265-290. <https://doi.org/10.1111/etap.12267>
- Cumming, D., Deloof, M., Manigart, S. et Wright, M. (2019). New directions in entrepreneurial finance. *Journal of Banking and Finance*, 100, 252-260. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.008>
- Cumming, D. et Johan, S. (2008). Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes. *Venture Capital*, 10(3), 197-231. <https://doi.org/10.1080/13691060802151788>

- Cumming, D. J. et Vismara, S. (2017). De-segmenting research in entrepreneurial finance. *Venture Capital*, 19(1-2), 17-27. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1225910>
- Deloof, M. et Vanacker, T. (2018). The recent financial crisis, start-up financing, and survival. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 75(7-8), 928-951. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12319>
- Desbrières, P. (2011). *Les apports de la stratégie à la finance entrepreneuriale* [Cahier du FARGO n° 1120801]. Université de Bourgogne. <https://repec-crego.u-bourgogne.fr/images/stories/wp/1120801.pdf>
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A. et Dushnitsky, G. (2017). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820-1853. <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>
- Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E. et Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in Europe: Determinants of platform creation across countries. *California Management Review*, 58(2), 44-71. <https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.44>
- Dutta, S. et Folta, T. B. (2016). A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. *Journal of Business Venturing*, 31(1), 39-54. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.08.003>
- Eldridge, D., Nisar, T. M. et Torchia, M. (2019). What impact does equity crowdfunding have on SME innovation and growth? An empirical study. *Small Business Economics*, 56, 105-120. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00210-4>
- Garg, S. et Furr, N. (2017). Venture boards: Past insights, future directions, and transition to public firm boards. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 11(3), 326-343. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.08.003>
- Garnsey, E., Stam, E. et Heffernan, P. (2006). New firm growth: Exploring processes and paths. *Industry and Innovation*, 13(1), 1-20. <https://doi.org/10.1080/13662710500513367>
- Girard, C. et Deffains-Crapsky, C. (2016). Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en equity crowdfunding : le cas de la France. *Finance Contrôle Stratégie*, 19(3). <https://doi.org/10.4000/fcs.1829>
- Gompers, P. et Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281-325. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00052-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00052-5)
- Graebner, M. et Eisenhardt, K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(3), 366-403. <https://doi.org/10.2307/4131440>
- Guéry-Stévenot, A. (2006). Conflits entre investisseurs et dirigeants : une analyse en termes de gouvernance cognitive. *Revue française de gestion*, 5(164), 157-180.
- Harrison, R. T., Smith, D. et Mason, C. M. (2015). Heuristics, learning and the business angel investment decision making process. *Entrepreneurship and Regional Development*, 27(9-10), 527-554. <https://doi.org/10.1080/08985626.2015.1066875>
- Hartmann-Wendels, T., Keienburg, G. et Sivers, S. (2011). Adverse selection, investor experience and security choice in venture capital finance: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 17(3), 464-499. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00568.x>
- Hellmann, T. et Thiele, V. (2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 639-653. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.009>
- Hellmann, T. et Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.4.959>
- Hirsch, J. et Walz, U. (2019). The financing dynamics of newly founded firms. *Journal of Banking & Finance*, 100, 261-272. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.009>
- Hisrich, R. D., Petković, S., Ramadani, V. et Dana, L. P. (2016). Venture capital funds in transition countries: Insights from Bosnia and Herzegovina and Macedonia. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(2), 236-245. <http://dx.doi.org/10.1108/JSBED-06-2015-0078>
- Hsu, D.H. (2006). Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy. *Management Science*, 52(2), 204-219. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0480>

- Iqbal, N., Mushtaque, T. et Shahzadi, I. (2019). Business angels and investment rejection reasons: A qualitative study by using exploratory sequential mixed method. *Journal of Business Strategies*, 13(1), 161-182. [https://doi.org/10.29270/JBS.13.1\(19\).10](https://doi.org/10.29270/JBS.13.1(19).10)
- Isac, C. et Niță, D. (2015). Business angels and investments. *Annals of the University of Petroșani Economics*, 15, 71-78.
- Johan, S. A. (2010). Listing standards as a signal of IPO preparedness and quality. *International Review of Law and Economics*, 30(2), 128-144. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2009.12.001>
- Kelly, P. et Hay, M. (2003). Business angels contracts: The influence of context. *Venture Capital*, 5(4), 287-312. <http://dx.doi.org/10.1080/1369106032000141940>
- Kerr, W. R., Lerner, J. et Schoar, A. (2014). The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from angel financings. *The Review of Financial Studies*, 27, 20-55. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhr098>
- Kesten, J. (2019). The law and economics of the going-public decision. Dans D. J. Cumming et S. Johan (dir.), *Oxford Handbook of IPOs* (p. 27-51). Oxford University Press.
- Knockaert, M., Bjornali, E. S. et Erikson, T. (2015). Joining forces: Top management team and board chair characteristics as antecedents of board service involvement. *Journal of Business Venturing*, 30(3), 420-435. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2014.05.001>
- Knockaert, M., Clarysse, B., Wright, M. et Lockett, A. (2010). Agency and similarity effects and the VC's attitude towards academic spin-out investing. *Journal of Technology Transfer*, 35(6), 567-584. <https://doi.org/10.1007/s10961-009-9138-y>
- Levie, J. et Lichtenstein, B. B. (2010). A terminal assessment of stages theory: Introducing a dynamic states approach to entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(2), 317-350. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00377.x>
- Levratto, N., Tessier, L. et Fonrouge, C. (2017). Business performance and angels presence: A fresh look from France 2008-2011. *Small Business Economics*, 50(2), 339-356. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9827-5>
- Lindsey, L. (2008). Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances. *Journal of Finance*, 63(3), 1137-1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01354.x>
- Lockett, A., Murray, G. et Wright, M. (2002). Do UK venture capitalists still have a bias against investment in new technology firms? *Research Policy*, 31(6), 1009-1030. [http://dx.doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00174-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00174-3)
- Macht, S. A. et Robinson, J. (2009). Do business angels benefit their investee companies? *Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 15(2), 187-208. <http://dx.doi.org/10.1108/13552550910944575>
- Mason, C., Botelho, T. et Zygmunt, J. (2017). Why business angels reject investment opportunities: Is it personal? *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 35(5) 519-534. <https://doi.org/10.1177/0266242616646622>
- Moedl, M. M. (2021). Two's a company, three's a crowd: Deal breaker terms in equity crowdfunding for prospective venture capital. *Small Business Economics*, 57(2), 927-952. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00340-0>
- Mollick, E. R. et Kuppuswamy, V. (2014). *After the campaign: Outcomes of crowdfunding* [UNC Kenan-Flagler Research Paper n° 2376997].
- Naveed, I., Tania, M. et Iram, S. (2019). Business angels and investment rejection reasons: A qualitative study by using exploratory sequential mixed method. *Journal of Business Strategies*, 13(1), 161-164.
- Neus, W. et Walz, U. (2005). Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering. *Journal of Financial Intermediation*, 14(2), 253-277. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2004.02.003>
- Newbert, S. L., Kirchoff, B. A. et Walsh, S. T. (2007). Defining the relationship among founding resources, strategies, and performance in technology-intensive new ventures: Evidence from the semiconductor silicon industry. *Journal of Small Business Management*, 45(4), 438-466. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2007.00222.x>
- Nieto, M. et Pérez, W. (2000). The development of theories from the analysis of the organisation: case studies by the patterns of behaviour. *Management Decision*, 38(10), 723-733. <https://doi.org/10.1108/00251740010360588>

- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. et Parasuraman, A. (2011). Crowdfunding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22, 443-470. <https://doi.org/10.1108/09564231111155079>
- Paschen, J. (2017). Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle. *Business Horizons*, 60(2), 179-188. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bushor.2016.11.003>
- Penrose, E. (1959/2009). *The theory of the growth of the firm* (4<sup>e</sup> éd.). Oxford University Press.
- Petty, J. S. et Gruber, M. (2011). In pursuit of the real deal: A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 172-188. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.07.002>
- Phelps, R., Adams, R. et Bessant, J. (2007). Life cycles of growing organizations: A review with implications for knowledge and learning. *International Journal of Management Reviews*, 9(1), 1-30. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00200.x>
- Plagmann, C. et Lutz, E. (2019). Better safe than sorry? The effect of trust on venture capitalists' choice of syndicate partners. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 11(3), 231-257. <https://dx.doi.org/10.1504/IJEV.2019.101354>
- Qocjauri, L. (2016). Principles of venture and business-angel investments. *Asian Economic and Financial Review*, 6(10), 583-601. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr/2016.6.10/102.10.583.601>
- Ray, D. M. et Turpin, D. V. (1993). Venture capital in Japan. *International Small Business Journal*, 11(4), 39-56. Renault, S. (2017). Crowdsourcing : la foule en question(s). *Gérer & Comprendre*, 3(129), 45-57.
- Robb, A. M. et Robinson, D. T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs072>
- Rosenbusch, N., Brinckmann, J. et Mueller, V. (2013). Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance. *Journal of Business Venturing*, 28(3), 335-353. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.04.002>
- Ruhnka, J. C. et Young, J. E. (1991). Some hypotheses about risk in venture capital investing. *Journal of Business Venturing*, 6(2), 115-133.
- Rupeika-Apoga, R. et Saksonova, S. (2018). SMEs' alternative financing: The case of Latvia. *European Research Studies Journal*, 21(3), 43-52. <https://doi.org/10.35808/ersj/1042>
- Rusu, V.-D. et Toderascu, S. C. (2016). Venture capital financing in emerging economies. *CEIS Working Papers*, 8(1), 148-162.
- Rutskiy, V. N., Tsarev, R. Y. et Titov, I. A. (2020). Efficiency of crowdfunding as institution of global market for venture capital. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 421(3). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/421/3/032057>
- Sarasvathy, S. D. (2001). Causation and effectuation: Toward a theoretical shift from economic inevitability to entrepreneurial contingency. *Academy of Management Review*, 26(2), 243-288. DOI: [10.5465/AMR.2001.4378020](https://doi.org/10.5465/AMR.2001.4378020)
- Silberzahn, P. (2016). L'effectuation, logique de pensée des entrepreneurs experts. *Entreprendre & Innover*, 1(28), 76-82. <https://doi.org/10.3917/entinn.028.0076>
- Sorensen, M. (2007). How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital. *Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01291.x>
- Sorenson, O. et Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588. <https://doi.org/10.1086/321301>
- Stanko, M. et Henard, D. (2016). How crowdfunding influences innovation. *MIT Sloan Review*, 57(3), 15-17.
- Stephany, D. (2003). *Développement durable et performance de l'entreprise* [Résumé]. Manpower [fiche de lecture].
- Stevenson, R. M., Kuratko, D. F. et Eutsler, J. (2019). Unleashing main street entrepreneurship: Crowdfunding, venture capital, and the democratization of new venture investments. *Small Business Economics*, 52(2), 375-393. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0097-2>
- St-Pierre, J. (2000). *La gestion financière des PME : théories et pratiques*. PUQ.

- Teece, D. J., Pisano, G. et Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z)
- Thies, F., Huber, A., Bock, C., Benlian, A. et Kraus, S. (2019). Following the crowd: Does crowdfunding affect venture capitalists' selection of entrepreneurial ventures? *Journal of Small Business Management*, 57(4), 1378-1398. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12447>
- Tran, S. (2014). Quelle contribution des technologies collaboratives à la configuration des organisations? *Systèmes d'information et Management*, 19(2), 75-111. <https://doi.org/10.3917/sim.142.0075>
- Tuomi, K. et Harrison, R. T. (2017). A comparison of equity crowdfunding in four countries: Implications for business angels. *Strategic Change*, 26(6), 609-615. <https://doi.org/10.1002/jsc.2172>
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency-theory based analysis. *Venture Capital*, 2(2), 91-109. <https://doi.org/10.1080/136910600295729>
- Vanacker, T., R. et Manigart, S. (2008). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35, 53-69. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-008-9150-x>
- Vismara, S. (2018). Information cascades among investors in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(3), 467-497. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>
- Vulkan, N., Åstebro, T. et Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37-49. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2016.02.001>
- Wallmeroth, J., Witz, P. et Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. *Foundations and Trends(R) in Entrepreneurship*, 14(1), 1-129. <http://dx.doi.org/10.1561/03000000066>
- Walthoff-Borm, X., Vanacker, T. et Collewaert, V. (2018). Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance*, 26(5), 314-330. <https://doi.org/10.1111/corg.12259>
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180. <https://doi.org/10.1002/smj.4250050207>
- Wessel, M., Thies, F. et Benlian, A. (2016). The emergence and effects of fake social information: Evidence from crowdfunding. *Decision Support Systems*, 90, 75-85. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.06.021>
- Wessel, M., Thies, F. et Benlian, A. (2017). Opening the floodgates: The implications of increasing platform openness in crowdfunding. *Journal of Information Technology*, 32(4), 344-360. <https://doi.org/10.1057/s41265-017-0040-z>
- Wilson, K. E. et Testoni, M. (2014). *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets* [Bruegel Policy Contribution n° 9]. Bruegel. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2502280>
- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N. et Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 116-133. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.11.004>
- Wirtz, P., Bonnet, C., Cohen, L. et Haon, C. (2020). Investing human capital: Business angel cognition and active involvement in business angel groups. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 19(1), 43-60. <https://doi.org/10.3917/entre1.191.0043>
- Wonglimpiyarat, J. (2015). Challenges of SMEs innovation and entrepreneurial financing. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 11(4), 295-311. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/WJEMSD-04-2015-0019/full/html>
- Wright, M. (2002). Le capital investissement. *Revue française de gestion*, 5(141), 283-302.
- Yin, R. K. (2008). *Case study research: Design and methods* (4<sup>e</sup> éd.). SAGE Editions.
- Zacharakis, A. L. et Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(98\)00016-0](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(98)00016-0)
- Zambaldi, F., Aranha, F., Lopes, H. et Politi, R. (2011). Credit granting to small firms: A Brazilian case. *Journal of Business Research*, 64(3), 309-315. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.018>