

Controverses autour de l'application de la théorie de l'agence au cadre société de capital risque (SCR) - start-up.

Controversies around the application of agency theory to the venture capital company - start-up framework.

BOUMENDIL Maçyl

Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou (Algérie) macyl.boumendil@ummo.dz

Reçu le:10/12/2021

Accepté le:19/03/2022

Publié le:07/04/2022

Résumé :

La théorie de l'agence qui examine les problèmes résultant de la délégation de la gestion apparaît comme étant particulièrement bien adaptée au cadre SCR - start-up, toutefois un courant de recherche initié par (Landstrom, 1993) a remis en cause son applicabilité à ce cadre. Cet article vise à regrouper les différents reproches associés à cette théorie dans le cadre susmentionné. Les résultats de la revue de littérature indiquent que les controverses associées à l'application de la théorie de l'agence au cadre SCR - start-up portent sur deux axes à savoir la survenance des problèmes d'agence et les limites des contrats.

Mots clés : théorie de l'agence, société de capital risque, start-up, adverse sélection, aléa moral.

Abstract:

The agency theory that examines the problems resulting from the delegation of management appears to be particularly well adapted to the venture capital (VC) - start-up framework, however a stream of research initiated by (Landstrom, 1993) has questioned its applicability to this framework. This article aims to bring together the various criticisms associated with this theory in the above-mentioned framework. The results of the literature review indicate that the controversies associated with the application of agency theory to the VC -start-up framework focus on two areas, namely the occurrence of agency problems and the limitations of contracts.

Keywords: agency theory, venture capital firm, start-up, adverse selection, moral hazard.

1. Introduction:

Bien que les start-up soient connues pour contribuer au développement et à la croissance économique (Boyarchenko, 2021; Söderblom & Samuelsson, 2014) , il reste qu'elles éprouvent des difficultés pour mobiliser des capitaux dans les premières années de leur existence (CHERIF, 1999; Lahr & Mina, 2016). Ces difficultés peuvent être plus accentuées dans le cadre d'un financement apporté par une SCR dont le processus d'octroi de fonds est plus exigeant. La relation de délégation (C.Jensen & H.Meckling, 1976) qui naît entre la SCR et la start-up figure parmi les pistes évoquées dans la littérature pour expliquer les contraintes de financement des start-up.

La relation de délégation met en évidence le transfert de la gestion d'une partie des fonds d'une SCR à une start-up, (Panda, 2018) indique que cette délégation conduit à la survenance d'une relation d'agence. Dans le cadre de cette relation, les chercheurs ont attribué le rôle d'agent à l'entrepreneur¹ (Start-up) et celui de principal à la SCR (Christensen, Wuebker, & Wustenhagen, 2009; Panda, 2018); en effet selon la théorie de l'agence le principal est celui qui utilise le contrat pour se protéger.

La théorie de l'agence soutient que dans le cadre de cette relation, l'agent est souvent mieux informé sur le potentiel de son entreprise que le principal (C.Jensen & H.Meckling, 1976). Une asymétrie d'information naît donc de cette délégation qui conduit à la survenance de deux problèmes à savoir la sélection adverse (Akerlof, 1970) inhérente à la phase précontractuelle et l'aléa moral (Arrow, 1971) relatif à la phase post contractuelle.

La sélection adverse fait référence au risque de sélection du mauvais partenaire, quant à l'aléa moral il met en évidence le risque éventuel que l'entrepreneur n'agisse pas au profit de l'investisseur (Lindqvist & Mijovski, 2012).

Telle que mise en évidence, cette théorie paraît particulièrement bien adaptée au cadre SCR - start-up, toutefois un courant de recherche initié par (Landstrom, 1993) a remis en cause son applicabilité à ce cadre. Des chercheurs ont indiqué que des fissures commencent à apparaître dans la logique de l'agence telle qu'appliquée aux entreprises financées par Capital Risque (CR) (Arthurs & Busenitz, 2003). (Christensen et al., 2009) quant à eux doutent de la pertinence de cette théorie pour expliquer la relation CR- entrepreneur. À ce niveau la question suivante peut être posée :

- Qu'est-ce qui a conduit les chercheurs à remettre en cause la validité de la théorie de l'agence au cadre SCR - start-up ?

Pour répondre à cette question, nous avons réalisé une revue de littérature sur des références anglophones par le biais du service Google scholar en utilisant les items suivants : Agency theory AND startup. Les résultats ont fait ressortir neuf articles pertinents dont les conclusions permettent d'expliquer la question ci-dessus.

¹ Nous supposons ici une confusion entre l'identité de l'entrepreneur et de la start-up, cette confusion a été justifiée par (Kasych & Amelyaniuk, 2020) en indiquant que ce dernier est activement impliqué dans la start-up en cherchant à attirer des investissements pour réaliser son idée et en faisant de sa priorité la gestion de la start-up. De son côté Schumpeter réalise l'importance de l'entrepreneur en soulignant que l'innovation n'a pas d'impact économique majeur si elle n'est pas mise en œuvre par ce dernier (Magalhães, 2019).

Avant de répondre à cette question, nous exposerons d'abord le développement initial de la théorie de l'agence et le cadre de (C.Jensen & H.Meckling, 1976) où elle a acquis sa popularité.

2. Prémisse de la naissance de la théorie de l'agence

Si l'on doit la popularisation de la théorie de l'agence au sein de la communauté académique à (C.Jensen & H.Meckling, 1976), les problèmes qu'elle soulève existaient bien avant le 20^{ème} siècle. En effet, dans ses travaux (Duffner, 2003) fait remonter ces problèmes au 16^{ème} siècle, qui a été marqué par les expéditions de grands explorateurs tels que Polo, Columbus, Vespucci, etc. Pour (Duffner, 2003), les financeurs de ces explorateurs ne pouvaient pas savoir à ce moment-là les motivations et les compétences réelles de ces derniers. De son côté (Stiglitz, 2000) fournit d'autres preuves qui attestent du développement tardif de cette théorie. À cet égard, il note que des auteurs comme Marshall, Smith et d'autres économistes du 19^{ème} siècle et mêmes des siècles précédents ont parlé des problèmes d'informations imparfaites. Dans son ouvrage, la richesse des nations publié en 1937, Smith parlait déjà des manquements résultant de la délégation de la gestion en écrivant : *«les directeurs de ces sociétés, qui gèrent l'argent des autres plutôt que le leur, ne peuvent s'attendre à ce qu'ils surveillent l'entreprise avec la même vigilance anxieuse que les partenaires d'un copartage privé qui surveillent souvent le leur. Comme les intendants d'un homme riche, ils sont enclins à considérer que l'attention portée aux petites affaires n'est pas pour l'honneur de leur maître et se dispensent très facilement de cette attention. La négligence et la profusion par conséquent doivent toujours prévaloir moralement au moins dans la gestion des affaires d'une telle société»*.

Bien que ces chercheurs aient été conscients de ces problèmes d'information, ces derniers n'ont toutefois jamais été au centre des discussions. Une explication à cela a toutefois été fournie par (Stiglitz, 2000) qui souligne que la reconnaissance de l'imperfection de l'information a ouvert la voie au développement de ce que l'on désigne aujourd'hui par le terme théorie de l'agence.

2.1. Le cadre de (C.Jensen & H.Meckling, 1976)

(C.Jensen & H.Meckling, 1976) dans leur article fondateur sur la théorie de l'agence insiste sur la nécessité qu'il y ait une délégation pour que surviennent les problèmes d'agence. En effet, dans une situation où le fondateur est à la fois actionnaire et dirigeant, les conflits d'agence sont absents (Wirtz, 2011). Dans cet article qui popularisera par la suite cette théorie, (C.Jensen & H.Meckling, 1976) mettent en évidence les dérives qui naissent d'une situation dans laquelle le fondateur délègue la gestion de son entreprise à un agent. Ces dérives sont la conséquence d'une perception variable du risque (Christensen et al., 2009) par les parties, d'un opportunisme des individus et de leur rationalité limitée qui conduit à l'apparition d'asymétries d'information.

La théorie de l'agence vise donc à résoudre deux problèmes qui naissent de l'asymétrie d'information (Eisenhardt, 1989) à savoir l'information cachée qui conduit à la survenance de l'adverse sélection- situation dans laquelle le mandant ne peut faire la distinction entre deux entreprises ayant une qualité variable- et l'action cachée. Cette dernière conduit à l'apparition de l'aléa moral qui met en évidence les risques de comportement opportuniste de l'agent.

La théorie de l'agence accorde une grande importance au contrat (Dubocage, 2016), dans le sens où elle considère celui-ci comme une solution viable aux deux problèmes informationnels précédemment cités. Elle fut donc définie par (C.Jensen & H.Meckling, 1976) comme un «*contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes (le ou les mandants) engagent une autre personne (l'agent) pour effectuer un certain service en leur nom, ce qui implique la délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Si les deux parties sont des maximisateurs d'utilité, il y a de bonnes raisons de penser que l'agent n'agira pas toujours dans l'intérêt du mandant.*»

Le tableau ci-dessous résume les diverses idées exposées dans ce point

Tableau n°1 : Aperçu sur la théorie de l'agence

Eléments	
Idée principale	Les relations mandant-mandataire doivent refléter une organisation efficace de l'information et des coûts liés à la prise de risque
Unité d'analyse	Contrat entre le mandant et l'agent
Hypothèse humaine	Intérêt personnel/ rationalité fondée/ l'aversion au risque
Organisation hypothèses	Conflit partiel d'objectifs entre les participants/ asymétrie d'information entre le principal et l'agent.
Information hypothèses	L'information comme marchandise achetable
Problèmes de contrat	Agence (risque moral et sélection adverse)
Domaine de problèmes	Relations dans lesquelles le mandant et l'agent ont des objectifs et des préférences de risque partiellement différents (rémunération, réglementation, leadership)

Source: Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory : An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1),p.59.

Les hypothèses de la théorie de l'agence sont attrayantes dans le sens où ces dernières sont loin d'être uniquement rattachées au cadre de leur construction initiale, à savoir les grandes entreprises cotées en bourse (Arthurs & Busenitz, 2003). (C.Jensen & H.Meckling, 1976) parlent de la généralité des problèmes d'agence à d'autres contextes tels que les universités, les syndicats et les relations normales classées comme des relations d'agence, comme c'est le cas dans les arts du spectacle et sur le marché de l'immobilier.

Pour reprendre les termes de (Eisenhardt, 1989), cette théorie vise donc l'omniprésente relation d'agence. Autrement dit là où il y a une délégation il y a donc survenance de problèmes d'agence.

2.2. Preuves de l'application de la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up

Comme indiqué précédemment, la délégation est au centre des conflits d'agence. Dans le cadre SCR - start-up, la délégation fait référence au transfert de la gestion d'une partie des fonds d'une SCR à une start-up. Ce transfert conduit ici à la survenance des deux problèmes d'agence précédemment cités.

Le premier problème d'agence est celui de l'adverse sélection. Dans le cadre susmentionné, il désigne l'impossibilité pour une SCR de faire la différence entre deux start-up ayant une qualité variable. Cette situation est représentée par (Kirmani & Rao, 2000) en faisant référence à l'apparition d'un équilibre de mise en commun. L'adverse sélection expose le mandant à un comportement opportuniste de l'agent (exemple : survente des compétences

de l'entreprise) dont l'unique but est l'obtention de conditions de financement plus favorables (Amit, Brander, & Zott, 1998).

Des preuves de l'existence du problème de l'adverse sélection dans le cadre SCR - start-up ont été apportées par (Amit, Glosten, & Muller, 1990). Le modèle de ces chercheurs montre clairement que ce sont les start-up appartenant aux entrepreneurs les moins compétents qui obtiennent un financement, tandis que les plus prometteuses sont écartées. Ces résultats sont conformes aux révélations de (Akerlof, 1970) selon lesquelles l'adverse sélection conduit à la sélection du mauvais partenaire.

Le deuxième problème d'agence qui survient dans le cadre de la relation susmentionnée est l'aléa moral (Arrow, 1971) qui distingue les dérives du comportement de l'agent après la conclusion du contrat. Selon (Duffner, 2003), ces manquements au contrat sont au nombre de quatre à savoir :

- l'adoption d'un niveau d'effort inférieur de la part de l'agent ;
- le détournement du capital obtenu à des fins personnelles ;
- réduction de la taille du projet d'investissement ;
- la réorientation du projet vers des domaines plus risqués.

En raison des asymétries d'information, la SCR est souvent dans l'impossibilité d'observer ces comportements contre productifs de la start-up (Amit et al., 1998).

Plusieurs chercheurs ont fourni des preuves de l'existence des problèmes d'agence dans le cadre SCR - start-up. (Mason & Stark, 2004; N. Berger & F. Udell, 1998; Nadeau, 2010) affirment que le processus d'évaluation des SCR est entaché d'asymétries d'information qui découlent de la difficulté à porter un jugement approprié aux capitaux humain et social des fondateurs (Amit et al., 1990). De leur côté, (Kollmann & Kuckertz, 2010) indiquent que l'asymétrie d'information est particulièrement prononcée lors de la phase de sélection. Pour (Chan, 1983; Sahlman, 1990) l'adoption de la contractualisation par les SCR est une réaction directe aux asymétries d'information. Des chercheurs tels que (V. H. Fried & Hisrich, 1994; Tyebjee & Bruno, 1984) font état de plusieurs mesures que les investisseurs en CR peuvent prendre pour minimiser l'asymétrie d'information².

Si ce courant de recherche est relativement d'accord quant à la survenance des problèmes d'agence dans le cadre SCR - start-up, des chercheurs à leur tête (Landstrom, 1993) ont fait état de plusieurs critiques à l'encontre de l'utilisation de cette perspective dans ce cadre.

Compte tenu des conséquences qui peuvent résulter d'un positionnement théorique erroné (Arthurs & Busenitz, 2003), il s'avère primordial d'examiner les limites associées à la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up. Ce travail permettra aux chercheurs dans le futur de se faire une idée de l'adéquation de leur démarche avec les idées de la théorie de l'agence. Autrement dit de cerner le degré de concordance et les limites de leur démarche lorsqu'ils utilisent la perspective de l'agence.

2.3. Limites de la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up

Dans le cadre de notre revue de littérature nous avons constaté que ces limites sont rattachées à deux concepts de la théorie de l'agence, à savoir les problèmes d'agence et la contractualisation. Dans un premier temps, nous mettrons en évidence les remises en cause des problèmes d'agence.

² Exemple : syndication, échelonnement des investissements, etc.

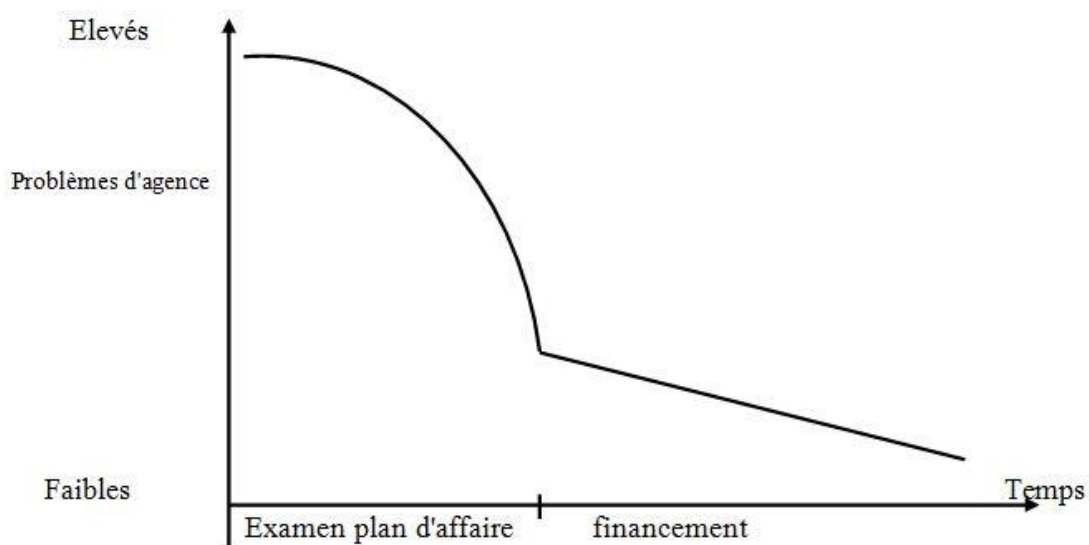
2.3.1. Limites associées à la survenance des problèmes d'agence

Dans ce qui a constitué la première étude associant des limites à la perspective d'agence, (Landstrom, 1993) a rattaché l'implication active des SCR à la survenance des problèmes d'agence. Autrement dit, l'implication de la SCR dans les start-up expliquerait l'existence de problèmes d'agence. Les résultats obtenus ont réfuté cette hypothèse, ce qui a conduit ce chercheur à remettre en cause la validité de cette théorie dans le cadre SCR - start-up. Cette remise en cause s'est toutefois faite sur un seul principe de la théorie de l'agence qui est la résolution du problème de l'aléa moral par l'implication active. Aucune preuve de l'inadéquation du problème de l'adverse sélection n'a été apportée par (Landstrom, 1993).

La limite de l'étude de (Landstrom, 1993) a été corrigée par l'étude de (Arthurs & Busenitz, 2003) qui a examiné la survenance des problèmes d'agence dans les stades qui se situent en amont de l'introduction en bourse. (Arthurs & Busenitz, 2003) remettent en cause la survenance du problème de l'aléa moral dans le cadre SCR - start-up. Ils tablent donc sur l'estompement des problèmes d'agence après l'investissement. Pour ces deux chercheurs, les obligations et les incitations contractuelles, l'implication active, l'alignement des intérêts après l'investissement réduiront la survenance d'un risque moral.

La figure ci-dessous résume les propos de (Arthurs & Busenitz, 2003).

Figure N° 1 : Représentation de l'évolution des problèmes d'agence selon le cadre de (Arthurs & Busenitz, 2003)



Source : Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(2),p.151.

Les conclusions de (Arthurs & Busenitz, 2003) ont été remises en cause par celles de (Panda, 2018). En effet, l'étude de cette auteure sur une entreprise soutenue par CR a fait état de la survenance des problèmes d'agence que lors des stades de développement avancés de l'entreprise. (Panda, 2018) indique que dans les stades précoces les SCR font face à une asymétrie de perception en témoigne la nature simpliste de la diligence raisonnable.

Dans les stades ultérieurs par contre, cette chercheuse a mis en exergue plusieurs arguments qui témoignent de la survenance du problème de l'aléa moral, il s'agit notamment de :

- La divergence d'objectifs entre les deux parties et qui porte notamment sur les modalités de sortie de la SCR ;
- La complexité de la diligence raisonnable qui impose de faire intervenir plusieurs parties externes lors de l'évaluation ;
- La réticence des fondateurs à partager toutes les informations qu'elles possèdent avec la SCR.

Le tableau ci-dessous résume les conclusions de (Panda, 2018).

Tableau n°2 : Manifestation des problèmes d'agence selon le cadre développé par (Panda, 2018).

	Incongruité des objectifs	Asymétrie d'information
Stade précoce	SCR et l'entrepreneur ont un objectif commun - atteinte de la croissance.	Asymétrie de perception résolue par l'entretien avec l'entrepreneur pour valider ses compétences.
Stade ultérieur	L'incongruité porte sur la vente de l'entreprise et le prix de vente.	L'asymétrie se manifeste par la complexité de la diligence raisonnable et l'incapacité de la SCR à obtenir des informations auprès de l'entrepreneur.

Source : réalisé par nous-mêmes d'après notre compréhension de l'article.

Les arguments avancés par (Panda, 2018) ne sont pas exempts de limites, en effet la diligence raisonnable peut paraître simple qu'en apparence, la responsabilité de la nouveauté (Stinchcombe, 1965) et de la petitesse (Singh, Tucker, & House, 1986) associées à la start-up, l'excès d'optimisme de l'entrepreneur (Cooper, Woo, & Dunkelberg, 1988) sont autant de facteurs qui compliquent cet examen.

Par ailleurs, des études développées autour de la perspective de signal (Hoenen, Kolympiris, Schoenmakers, & Kalaitzandonakes, 2014; Hsu & Ziedonis, 2007) suggèrent que l'asymétrie d'information est susceptible de caractériser les stades précoces uniquement. Ces résultats corroborent ceux de (Arthurs & Busenitz, 2003).

L'étude de (Lindqvist & Mijovski, 2012) de son côté a comparé la perspective de l'agence à celle de l'intendance pour déterminer laquelle des deux permet de mieux expliquer la relation SCR - start-up. Les résultats de ces chercheurs dans le cadre de leur étude sur le cas Chalmers innovation- un fonds de CR suédois- ont permis de déterminer que c'est la théorie de l'intendance qui convient le mieux au cadre susmentionné. Le gérant de ce fonds a expliqué ce choix en indiquant à ces chercheurs que l'entrepreneur était peu susceptible d'adopter un comportement opportuniste car il est conscient des difficultés et de la rareté des sources de financement. Si ce comportement est toutefois observé le gérant s'est montré

rassurant dans le sens où il soutient que des solutions³ existent et peuvent être mises en œuvre pour résoudre les problèmes d'agence.

Les solutions proposées ne sont toutefois pas sans limites, dans le sens où la diligence raisonnable peut souffrir d'un manque de fiabilité, par ailleurs la contractualisation est entachée de plusieurs limites. Enfin, l'opportunisme est une caractéristique innée de l'individu selon la théorie du modèle de l'homme et ne peut donc être remis en cause.

L'étude menée par (Christensen et al., 2009) consolide un peu plus les limites associées à l'approche de (Panda, 2018) et justifie le recours à la perspective d'agence.

(Christensen et al., 2009) sont partis de l'hypothèse de départ selon laquelle dans les premières étapes de la relation, les objectifs des SCR et des entrepreneurs sont divergents et ont supposé une convergence de ces derniers dans les stades ultérieurs. Les résultats issus des entretiens semi-structurés qu'ils ont menés ont montré la présence d'incongruïtés d'objectifs dans tous les stades d'investissement. Toutefois, dans les phases ultérieures, ces incongruïtés d'objectifs étaient peu prononcées en raison de la diminution de l'asymétrie d'information. Ici les divergences portent sur la date et la valeur de l'introduction en bourse. Autrement dit, la start-up cherche à retarder l'introduction en bourse au moment où la SCR adopte une démarche différente dans le sens où elle cherche à sortir le plus rapidement en bourse. (Gompers, 1996) a expliqué cette attitude de la SCR en indiquant qu'elle souhaite signaler son aptitude à mener des start-up au succès. Un tel signal devrait selon les propos de (Gompers, 1996) lui faciliter la mobilisation de fonds à l'avenir.

Si ces chercheurs ont principalement abordé les limites de la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up du point de vue de la survenance des problèmes d'agence, d'autres se sont intéressés aux limites des contrats.

2.3.2. Limites associées aux contrats

Bien avant d'être évoquées dans le cadre SCR - start-up par (Arthurs & Busenitz, 2003), les limites associées aux contrats ont été soulevées dans le contexte original de l'application de la théorie de l'agence par (C.Jensen & H.Meckling, 1976) en remettant en cause la capacité des coûts⁴ relatifs à l'exécution des contrats à supprimer les divergences qui naissent de la délégation.

Par ailleurs, bien que les coûts puissent permettre de résoudre ces divergences, (Ross, 1973) craint qu'il ne soit pas viable d'un point de vue financier de les engager. En effet, (Wirtz, 2011) estime que la valeur ajoutée générée par les fonds propres dans l'exploitation de l'investissement doit être supérieure aux coûts d'agence engagés.

En outre, le recours au contrat permet en principe à la SCR de se protéger du comportement opportuniste de la start-up, or l'étude de (J. M. Fried & Ganor, 2006) montre que cette démarche peut conduire la SCR à se comporter elle aussi de manière opportuniste. Selon ces chercheurs, un tel cas de figure se produit lorsque les SCR bénéficient d'actions privilégiées convertibles et d'un contrôle du Conseil d'Administration (CA). (J. M. Fried & Ganor, 2006) illustrent mathématiquement un tel opportunisme :

³ À savoir la diligence raisonnable pour résoudre le problème de l'adverse sélection et la contractualisation pour résoudre le problème de l'aléa moral.

⁴ (C.Jensen & H.Meckling, 1976) définissent ces coûts comme la somme des dépenses de surveillance du mandant + les dépenses de cautionnement de l'agent + la perte résiduelle.

Ils donnent l'exemple d'une SCR qui se voit proposer une vente à 110\$. Cette SCR possède 50% des actions de la start-up, comme elle dispose à la fois du contrôle du CA et d'actions privilégiées convertibles qui donnent droit à une préférence de liquidité de 100\$. Si la SCR accepte, elle recevra par conséquent 55\$. Un tel revenu peut l'inciter à exercer sa préférence de liquidité qui lui permettra de s'acquitter de 100\$. L'exercice de cette préférence de liquidité réduira le revenu que recevra la start-up de 45\$⁵.

L'incomplétude est un autre problème associé aux contrats (Shane & Stuart, 2002). À cet égard, (Osnabrugge, 2000) estime que les actifs humains sont plus difficiles à sécuriser que les actifs non humains. De son côté, (Duffner, 2003) identifie le holdup comme une conséquence des contrats incomplets. Ce problème décrit selon ce chercheur un comportement par lequel l'agent utilise en sa faveur des lacunes des contrats incomplets.

Enfin, l'élaboration d'un contrat implique l'existence d'un accord préalable portant sur le financement d'une start-up par une SCR. Par conséquent, les contrats se révèlent être moins pertinents pour résoudre le problème de l'adverse sélection et plus adaptés au problème de l'aléa moral (Duffner, 2003).

3. Conclusion:

Cette revue de littérature sur les limites associées à la théorie de l'agence dans le cadre SCR - start-up a révélé que les chercheurs ont cerné ses limites par le biais de deux démarches. Ainsi si certains les ont envisagées du point de vue de la survenance des problèmes d'agence, d'autres se sont intéressés aux limites des contrats.

Dans le cadre du premier courant, les remises en causes ont porté sur le problème de l'adverse sélection (Panda, 2018), et celui de l'aléa moral (Arthurs & Busenitz, 2003), d'autres chercheurs à l'image de (Lindqvist & Mijovski, 2012) ont remis en cause les deux problèmes au même temps.

Dans le cadre du second courant, les principales limites associées aux contrats portaient sur leur incapacité à supprimer complètement les divergences entre les parties (C.Jensen & H.Meckling, 1976). À ce propos, (Arthurs & Busenitz, 2003) n'excluent pas la survenance de points d'inflexion qui pourraient entraîner des incongruités d'objectifs. Cette première limite des contrats révèle une autre qui est leur incomplétude (Osnabrugge, 2000) dont la conséquence est le holdup selon (Duffner, 2003).

Les autres limites relevées par ce courant se répartissent entre les coûts élevés de surveillance résultant du suivi de la bonne exécution des contrats (Ross, 1973), l'excès d'optimisme des investisseurs qui nuit à l'efficacité des mécanismes contractuels (J. M. Fried & Ganor, 2006; Shane & Cable, 2002), l'inefficacité des contrats dans la résolution du problème de l'aléa moral.

Malgré ces limites associées à la perspective de l'agence, à notre connaissance aucune autre perspective n'a su s'imposer dans le traitement de la question de l'incongruité des objectifs entre SCR et start-up. (Christensen et al., 2009) suggèrent que la théorie de l'agence est la perspective dominante utilisée pour comprendre la relation susmentionnée. (Arthurs & Busenitz, 2003) ont indiqué que bien que cette théorie ait été développée dans le contexte des grandes entreprises cotées en bourse, sa logique présente un certain intérêt pour expliquer la relation CR- entrepreneur.

⁵ Soit la différence entre le prix sans l'exercice de la préférence de liquidité (55\$) et le revenu restant après la rémunération de la SCR, autrement dit la part de la start-up (10\$).

Au-delà des limites relevées, l'exploration de ce courant de recherche a fait ressortir l'absence d'un consensus général sur la question de l'application de la théorie de l'agence au cadre SCR - start-up. Ce volet de la recherche gagnerait donc à être exploré davantage dans le cadre d'études futures.

4. Références

1. Akerlof, G. A. (1970). The Market for « Lemons »: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
2. Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)00061-X](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)00061-X)
3. Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1990). Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing. *Management Science*, 36(10), 1233-1246. <https://doi.org/10.1287/mnsc.36.10.1233>
4. Arrow, K. (1971). Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention. In *The Economics of Technological Change*, Penguin Books, Harmondsworth (p. 164-181). National Bureau of Economic Research, Inc. Consulté à l'adresse <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/2144.html>
5. Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(2), 145-162. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6520.2003.00036.x>
6. Boyarchenko, S. (2021). *Life Cycle of Startup Financing* (SSRN Scholarly Paper N° ID 3835495). Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3835495>
7. Chan, Y.-S. (1983). On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *The Journal of Finance*, 38(5), 1543-1568. <https://doi.org/10.2307/2327586>
8. CHERIF, M. (1999). Asymétrie d'information et financement des pme innovantes par le capital-risque. *Revue d'économie financière*, (54,), 163-178.
9. Christensen, E., Wuebker, R., & Wustenhagen, R. (2009). Of acting principals and principal agents : Goal incongruence in the venture capitalist-entrepreneur relationship. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 7(3), 367-388. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2009.023025>
10. C.Jensen, M., & H.Meckling, W. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
11. Cooper, A. C., Woo, C. Y., & Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97-108. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(88\)90020-1](https://doi.org/10.1016/0883-9026(88)90020-1)
12. Dubocage, E. (2016). 6. L'entrepreneur face à son investisseur : Le cas du capital-risque. *Regards croisés sur l'économie*, 19(2), 87. <https://doi.org/10.3917/rce.019.0087>

13. Duffner, S. (2003). *Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance*. 111.
14. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory : An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>
15. Fried, J. M., & Ganor, M. (2006). AGENCY COSTS OF VENTURE CAPITALIST CONTROL IN STARTUPS. *NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW*, 81, 60.
16. Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28-37. <https://doi.org/10.2307/3665619>
17. Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42(1), 133-156. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00874-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00874-4)
18. Hoenen, S., Kolympiris, C., Schoenmakers, W., & Kalaitzandonakes, N. (2014). The diminishing signaling value of patents between early rounds of venture capital financing. *Research Policy*, 43(6), 956-989. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.01.006>
19. Hsu, D., & Ziedonis, R. (2007). Patents as Quality Signals for Entrepreneurial Ventures. *Academy of Management Proceedings*, 2008. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2008.33653924>
20. Kasych, A., & Amelyaniuk, A. (2020). The Nature of Startup Development : Concepts, Theories, Trends, Conditions. *Littera Scripta*, 13, 167-187.
21. Kirmani, A., & Rao, A. R. (2000). No Pain, No Gain : A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality: *Journal of Marketing*, 64. (Sage CA: Los Angeles, CA). <https://doi.org/10.1509/jmkg.64.2.66.18000>
22. Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.06.004>
23. Lahr, H., & Mina, A. (2016). Venture capital investments and the technological performance of portfolio firms. *Research Policy*, 45(1), 303-318. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2015.10.001>
24. Landstrom, H. (1993). *Agency Theory and Its Application to Small Firms : Evidence from the Swedish Venture Capital Market*. 17.
25. Lindqvist, C., & Mijovski, D. (2012). *Does agency theory or stewardship theory apply to the venture capitalist—Entrepreneur relationship?* (p. 48). Suède: Goteborgs University.
26. Magalhães, R. P. C. (2019). *What is a startup? : A scoping review on how the literature defines startup*. Consulté à l'adresse <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/28571>
27. Mason, C., & Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan? : A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248. (world). <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>
28. N. Berger, A., & F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance : The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)

29. Nadeau, P. (2010). Venture capital investment selection : Do patents attract investors? *Strategic Change*, 19(7-8), 325-342. <https://doi.org/10.1002/jsc.879>
30. Osnabrugge, M. V. (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>
31. Panda, S. (2018). Adequacy of agency theory in explaining the venture capitalist-entrepreneur relationship : A firm life-cycle perspective. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 34, 309. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2018.092745>
32. Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
33. Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90065-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90065-8)
34. Shane, S., & Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science*, 48(3), 364-381. JSTOR. Consulté à l'adresse JSTOR.
35. Shane, S., & Stuart, T. (2002). Organizational Endowments and the Performance of University Start-ups. *Management Science*, 48(1), 154-170.
36. Singh, J. V., Tucker, D. J., & House, R. J. (1986). Organizational Legitimacy and the Liability of Newness. *Administrative Science Quarterly*, 31(2), 171-193. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/2392787>
37. Söderblom, A., & Samuelsson, M. (2014). *Sources of capital for innovative startup firms : An empirical study of the Swedish situation* (p. 84). Stockholm: Entreprenörskapsforum.
38. Stiglitz, J. E. (2000). The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441-1478.
39. Stinchcombe, A. L. (1965). *Social structure and organizations*. Indianapolis, IN: Bobbs-Merrill.
40. Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
41. Wirtz, P. (2011). Beyond Agency Theory : Value Creation and the Role of Cognition in the Relationship Between Entrepreneurs and Venture Capitalists. In R. Yazdipour (Éd.), *Advances in Entrepreneurial Finance : With Applications from Behavioral Finance and Economics* (p. 31-43). New York, NY: Springer. https://doi.org/10.1007/978-1-4419-7527-0_3