

**CONFIANCE ET GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES : LE ROLE DE LA
CONFIANCE DANS LA RELATION ENTRE CAPITAL INVESTISSEURS ET
DIRIGEANTS ET SON INFLUENCE SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE**

Christophe BONNET

Enseignant-chercheur
Groupe ESC Grenoble
12, rue Pierre-Sémart – BP 127
38003 Grenoble cedex 01, France
tel : 04 76 70 64 41
fax : 04 76 70 61 38
e-mail : christophe.bonnet@esc-grenoble.fr

CONFIANCE ET GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES : LE ROLE DE LA CONFIANCE DANS LA RELATION ENTRE CAPITAL INVESTISSEURS ET DIRIGEANTS ET SON INFLUENCE SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE

RESUME :

Ce papier de recherche étudie l'influence du niveau de *confiance interpersonnelle* existant entre capital investisseurs et dirigeants d'entreprise sur trois types de variables : les *processus d'interaction* qui caractérisent leur relation, les *rôles* tenus par les capital investisseurs vis à vis des dirigeants dans la phase post-investissement, et, par l'intermédiaire de ces processus et rôles, sur la *performance financière* de l'investissement dans les entreprises concernées.

Notre hypothèse centrale est que la confiance favorise les processus d'interaction et les rôles des capital investisseurs qui ont une influence positive sur la performance financière des entreprises, et donc sur celle de l'investissement qui a été opéré dans ces entreprises.

Nous utilisons un cadre théorique éclectique (théorie de l'agence d'une part, théories de la confiance et de la coopération d'autre part) pour construire un modèle qui fait l'objet d'un test empirique au moyen d'une enquête par questionnaire sur un échantillon d'opérations de LBOs réalisés en France.

Nos résultats montrent que le niveau de confiance interpersonnelle influe sur l'ensemble des processus d'interaction, ainsi que sur un nombre limité de rôles des capital investisseurs. Par contre ils ne mettent en évidence aucune relation directe entre confiance et performance financière de l'investissement.

MOTS-CLES : capital investissement, capital risque, LBO, gouvernement d'entreprise, conseil d'administration, dirigeants, confiance, coopération.

INTRODUCTION

Le travail de recherche présenté ici a pour objectif d'étudier l'influence du niveau de *confiance interpersonnelle* existant entre capital investisseurs et dirigeants d'entreprise sur trois facteurs, à savoir :

- les *processus d'interaction* qui caractérisent leur relation,
- les *rôles* tenus par les capital investisseurs vis à vis des dirigeants, dans la phase post-investissement,
- et, par l'intermédiaire de ces processus d'interaction et rôles, sur la *performance financière* de l'investissement dans les entreprises concernées.

Notre hypothèse centrale est que la confiance favorise les processus d'interaction et les rôles des capital investisseurs qui ont une influence positive sur la performance financière des entreprises, et donc sur celle de l'investissement qui a été opéré dans ces entreprises par les capital investisseurs. Nous supposons donc que le niveau de confiance interpersonnelle entre capital investisseurs et dirigeants influe favorablement sur la performance de l'investissement, par l'intermédiaire des variables médiatrices que constituent les processus d'interaction et les rôles des capital investisseurs.

L'une des principales sources de cette hypothèse est le travail théorique sur la confiance optimale mené par Wicks & al. (1999). Selon ces auteurs, confiance et degré de dépendance sont liés. Plus une relation est caractérisée par un fort degré de dépendance mutuelle entre partenaires, plus ces derniers ont intérêt à investir dans le développement de relations confiantes, afin de maximiser l'efficacité de leurs transactions. Les transactions les plus efficaces seront donc celles pour lesquelles il existe une adaptation adéquate entre degré de dépendance d'une part, niveau de confiance d'autre part.

Or la relation entre les capital investisseurs et les dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi est caractérisée par un fort degré de dépendance mutuelle : le succès financier de l'opération dépend, notamment, du degré d'implication de chacun des partenaires et de leur faculté à coopérer (Cable & Shane, 1997). Leurs destins sont, dans une certaine mesure, liés. Si l'un des deux fait défaut¹ et entraîne par là un échec de l'opération, les conséquences négatives pour son partenaire peuvent être importantes, à la fois en termes de rémunération et de réputation. Ainsi, vu le fort degré de dépendance mutuelle de cette relation, les paires capital investisseurs/dirigeants qui sont capables de développer entre eux des relations caractérisées par un niveau élevé de confiance interpersonnelle devraient, notamment par le biais d'une coopération efficace et d'une limitation des risques de défaut de l'un des partenaires, produire une performance financière supérieure.

Ce document est organisé en trois parties. Nous indiquons tout d'abord le cadre théorique de notre recherche (démarche de recherche, présentation du modèle et des hypothèses). Nous présentons ensuite notre méthodologie (test du modèle basé sur une enquête par questionnaire). Nous indiquons enfin les résultats obtenus et leur interprétation.

¹ C'est le cas, par exemple, d'un dirigeant qui quitte volontairement l'entreprise, ou d'un capital investisseur qui refuse de participer à une augmentation de capital, ou encore de partenaires incapables de coopérer pour prendre, ensemble, des décisions stratégiques

1. Cadre théorique et modèle

1.1. Démarche de recherche

1.1.1. La démarche et le cadre théorique

La démarche choisie consiste à tester un modèle qui formalise les liens existant entre confiance interpersonnelle, processus d'interaction, rôles des capital investisseurs, et performance de l'investissement. Ce modèle est issu d'une approche théorique éclectique et de nos observations et intuitions². L'approche retenue est pour l'essentiel hypothético-déductive : notre modèle a été construit puis testé. Nous avons choisi de le tester par analyse des données recueillies au moyen d'une enquête par questionnaire.

Les principales théories utilisées dans la construction du modèle sont d'une part la théorie de l'agence, d'autre part des théories permettant l'étude de la relation entre capital investisseurs et dirigeants sous l'angle des comportements sociaux et des processus : théorie de la justice procédurale, métaphore du dilemme du prisonnier, théorie de l'échange social, théories de la confiance³.

1.1.2. Le capital investissement

Le capital investissement (*private equity*) se rapporte à l'investissement en fonds propres dans des entreprises non cotées et recouvre principalement deux types de métiers :

- Le capital risque, qui concerne des entreprises jeunes, auxquelles les fonds de capital investissement apportent du capital (ou quasi-capital) afin de financer les investissements nécessaires à leur croissance. Dans ce type d'opération, le rendement financier provient de la valorisation de l'entreprise concernée au cours du temps. Le risque est lié à l'échec possible du projet de développement.
- Les acquisitions avec effet de levier financier, que nous dénommerons ici par leur appellation courante de LBO⁴. Dans ce type d'opération une entreprise cible est achetée par une société holding *ad hoc*, financée en fonds propres par des capital investisseurs et, dans une moindre mesure, par une équipe de dirigeants. Les entreprises concernées peuvent être des filiales de groupe, des entreprises familiales, voire des entreprises cotées en bourse, qui sont alors retirées du marché. Ces entreprises doivent avoir une capacité à distribuer des dividendes, car la holding lève également des emprunts dont le service est assuré par les dividendes reçus de la cible postérieurement à l'opération. Le rendement d'un LBO est généré à la fois par la valorisation de l'entreprise cible et par l'effet de levier financier.

Le modèle décrit ci-dessous est relatif au capital investissement dans son ensemble. Cependant, comme nous le verrons ci-dessous (3.3), nous avons choisi de le tester à ce stade exclusivement sur les opérations de LBO.

Précisons également que notre modèle se rapporte à la phase post-investissement, c'est à dire à la période, comprise entre l'entrée au capital du fonds de capital investissement et sa sortie, durant laquelle dirigeants et capital investisseurs sont supposés coopérer pour valoriser au mieux l'entreprise.

² L'auteur a pratiqué le métier de capital investisseur durant 9 ans.

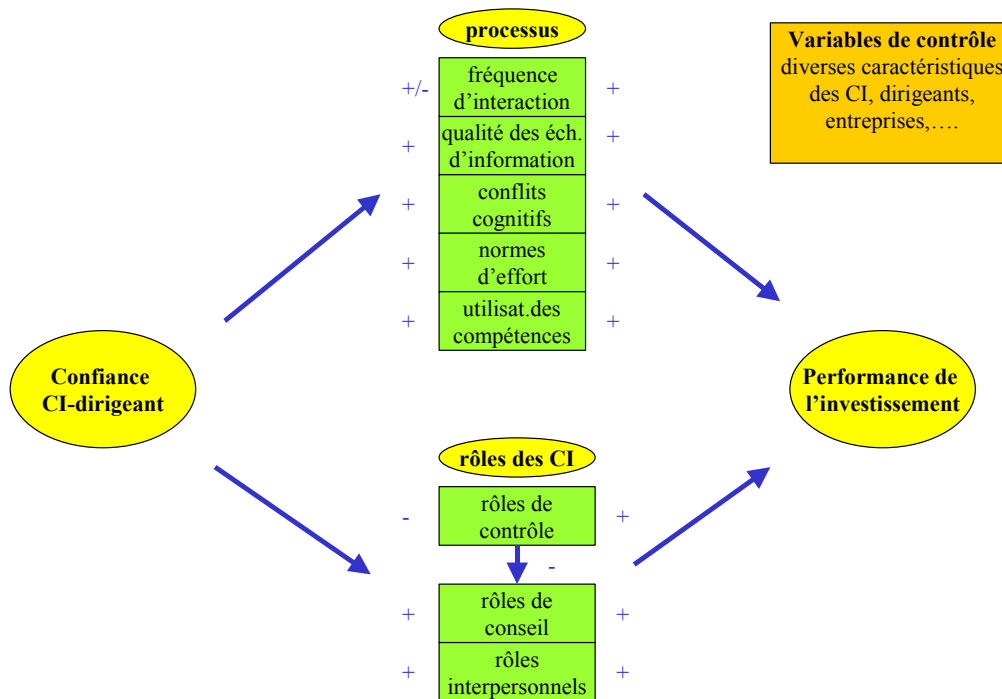
³ Une description complète du cadre théorique que nous avons utilisé est indiquée dans Bonnet (2001).

⁴ Pour *Leveraged Buy Out*.

1.2. Le modèle liant confiance – processus / rôles – performance de l'investissement

Nous présentons ci-dessous notre modèle. Nous caractérisons ensuite ses différentes variables.

Modèle liant confiance interpersonnelle, processus d'interaction, rôles des CI, et performance de l'investissement



La relation entre le niveau de confiance interpersonnelle existant entre capital investisseurs et dirigeants et la performance de l'investissement est bien sur complexe, et probablement tenue, car la performance est également déterminée par un grand nombre d'autres variables : compétence des dirigeants, secteur d'activité, position concurrentielle de l'entreprise, structure financière, facteurs macroéconomiques, opportunités de sortie des capital investisseurs.

Notre hypothèse générale est, cependant, que la confiance interpersonnelle a globalement une influence positive sur la performance financière de l'investissement via son impact sur des variables comportementales médiatrices que nous avons regroupées en deux familles : les processus d'interaction entre capital investisseurs et dirigeants, et les rôles des capital investisseurs vis à vis des dirigeants. Ces variables sont caractérisées ci-dessous :

- *les processus d'interaction*

Les processus d'interaction concernent la façon dont capital investisseurs et dirigeants organisent leur travail commun, soit au sein du conseil d'administration, soit en dehors de celui-ci (réunions de travail, contacts téléphoniques,...). Nous basant sur la littérature qui concerne les processus au sein des conseils d'administration et ainsi que les relations entre

capital investisseurs et dirigeants (Sapienza & Koorsgard, 1996 ; Cable & Shane, 1997 ; Forbes & Milliken, 1999) nous avons identifié cinq variables processuelles :

- La fréquence d'interaction entre capital investisseurs et dirigeants. Nous considérons comme interaction les réunions ainsi que les conversations téléphoniques et les échanges de courriers électroniques ou de télécopies.
- La qualité des échanges d'information. L'information considérée ici est celle transmise par les dirigeants aux capital investisseurs sur la marche des affaires de l'entreprises (*reporting*).
- Les normes d'effort au sein du conseil d'administration. Les normes d'effort reflètent le niveau d'effort attendu collectivement dans un groupe, de la part de chacun de ses membres, dans l'objectif d'accomplir les tâches assignées au groupe.
- Les conflits cognitifs au sein du conseil d'administration. Les conflits cognitifs consistent en des différences de jugement entre membres d'un groupe, concernant la nature des tâches à accomplir ou les moyens de remplir ces tâches.
- L'utilisation des compétences des membres du conseil d'administration. Cette variable vise à évaluer avec quelle efficacité l'ensemble des compétences des membres d'un groupe sont utilisées dans l'accomplissement des tâches requises.

- les rôles des capital investisseurs

Les rôles des capital investisseurs vis à vis des entreprises et de leurs dirigeants se rapportent aux domaines vers lesquels ils orientent leur action au cours de la période post investissement. Une revue de la littérature concernant les relations entre capital investisseurs et dirigeants (Bonnet, 2001) nous a permis de mettre en évidence trois familles de rôles :

- Les rôles de contrôle sont ceux qui permettent un contrôle, par les capital investisseurs, des actions et des décisions prises par les dirigeants. Ils comprennent notamment la revue de la performance financière et opérationnelle, le contrôle des décisions clés telles que acquisitions, cessions, diversifications, le recrutements des cadres dirigeants, la revue des plans et budgets.
- Les rôles de conseil sont ceux par lesquels les capital investisseurs coopèrent avec les dirigeants et les assistent vis à vis de certaines tâches. Ils incluent notamment le conseil stratégique (participation à l'élaboration de la stratégie), le conseil financier (par exemple assistance à la levée de financements), le conseil opérationnel (assistance dans les relations avec les clients, fournisseurs, consultants,..)
- Les rôles interpersonnels regroupent l'apport d'encouragement et de soutien au dirigeant, le rôle de confident, et celui de *coach*.

1.3. Description des hypothèses

Nous présentons ci-dessous les hypothèses qui sous tendent le modèle. Nous commençons par les hypothèses liant la confiance interpersonnelle aux processus et aux rôles, puis nous poursuivons par celles qui lient les processus et les rôles à la performance financière de l'investissement.

1.3.1. Hypothèses concernant les liens entre confiance et processus d'interaction

En ce qui concerne le lien entre confiance interpersonnelle et fréquence d'interaction, nous sommes amenés à développer deux hypothèses alternatives :

H1a : *La confiance est associée positivement à la fréquence d'interaction*

On peut supposer que les individus sont plus désireux de contacts fréquents lorsqu'un lien de confiance les unit, et réciproquement, que les expériences partagées qui permettent des contacts fréquents peuvent aider à développer la confiance interpersonnelle (Powell, 1996).

H1b : *La confiance est associée négativement à la fréquence d'interaction*

On peut inversement faire l'hypothèse qu'un niveau élevé de confiance a pour conséquence une réduction de la fréquence d'interaction, due au fait que les capital investisseurs sont alors prêts à accroître l'espace discrétionnaire des dirigeants (Charreaux, 1998) et à réduire le niveau de contrôle qu'ils exercent.

H2 : *La confiance est associée positivement à la qualité des échanges d'information*

Comme l'a mis en évidence Westphal (1999), un niveau élevé de confiance interpersonnelle vis à vis des administrateurs externes incite les dirigeants à se montrer plus coopératifs quant à la fourniture d'informations sur la marche de l'entreprise. Dans le cas du capital investissement, on peut supposer également que les dirigeants sont d'autant plus enclins à transmettre aux capital investisseurs une information de bonne qualité⁵, et à respecter les procédures convenues, que le niveau de confiance est élevé.

H3 : *La confiance est associée positivement à l'existence de conflits cognitifs*

Forbes & Milliken (1999) indiquent que l'existence de conflits cognitifs (c'est à dire portant sur la tâche à accomplir) au sein du conseil d'administration peut contribuer à augmenter son efficacité en termes de prises de décisions stratégiques, notamment en suscitant l'examen et l'évaluation critique de différentes perspectives et possibilités d'action.

On peut penser que la « relative » transparence dans les relations et dans les échanges d'information, qui va de pair avec un niveau élevé de confiance interpersonnelle, est favorable à l'émergence de conflits cognitifs, d'une part car les partenaires sont bien informés des différentes options possibles et de leurs conséquences éventuelles, d'autre part car ils sont incités, par ce climat de confiance, à faire valoir ouvertement leurs divergences de vue.

H4 : *La confiance est associée positivement à un niveau élevé de normes d'effort*

Dans son travail sur la place de la confiance dans le gouvernement des entreprises Charreaux (1998), mentionne comme impact possible d'un niveau élevé de confiance, une accumulation supérieure de capital humain spécifique à l'entreprise. On peut supposer que ceci va de pair avec un niveau élevé de normes d'effort de la part des partenaires concernés.

Ceci est confirmé par l'hypothèse et les résultats empiriques de Westphal (1999) relatifs au fait que la confiance entre administrateurs et dirigeants favorise une coopération plus active et intense entre eux, notamment en ce qui concerne les prises de décisions de nature stratégique. En effet une coopération de ce type nécessite des efforts importants de la part des partenaires en vue de s'informer, d'échanger leurs points de vue, et d'étudier l'impact possible des différentes possibilités d'action.

H5 : *La confiance est associée positivement à une utilisation efficiente des compétences des partenaires*

L'utilisation efficiente des diverses compétences présentes chez les membres d'un groupe est liée à la capacité au sein de ce groupe à coopérer et à apprendre de façon collective (Forbes &

⁵ Notamment dans le cadre du reporting mensuel qui est généralement demandé par les capital investisseurs

Milliken, 1999). Elle est aussi liée au concept d'« interaction attentive »⁶ défini par Weick & Roberts (1993, p.378) comme «un système complexe et attentif [d'interaction] dont la confiance assure la cohésion ».

On peut donc supposer que l'existence de relations confiantes entre dirigeants et capital investisseurs favorise un climat de coopération, d'écoute, et d'apprentissage collectif qui est propice à une bonne utilisation des compétences de chacun.

1.3.2. Hypothèses concernant les relations entre confiance et rôles des capital investisseurs

H6 : *La confiance est associée négativement aux rôles de contrôle des capital investisseurs*

Comme nous y avons déjà fait référence (concernant l'hypothèse H1b), un niveau de confiance élevé est susceptible de conduire les partenaires de l'entreprise à accroître l'espace discrétionnaire des dirigeants en réduisant leur niveau de contrôle (Charreaux, 1998). On peut donc supposer que les capital investisseurs tendent dans ce cas à réduire leur contribution à leurs rôles de contrôle des dirigeants.

H7 : *La confiance est associée positivement aux rôles de conseil des capital investisseurs*

Deux arguments nous conduisent à proposer cette hypothèse :

- d'une part la confiance favorise une bonne information des partenaires et les incite à coopération, deux éléments qui nous semblent propices à stimuler les rôles de conseil des capital investisseurs ;
- d'autre part les capital investisseurs sont incités par l'existence d'un niveau élevé de confiance à développer un capital humain spécifique à l'entreprise (Charreaux, 1998), et donc, en particulier, à se montrer actifs dans leurs rôles de conseil vis à vis de dirigeants.

H8 : *La confiance est associée positivement aux rôles interpersonnels des capital investisseurs*

L'on peut supposer que d'une façon générale des rôles interpersonnels tels que celui de confident, de « coach », d'apporteur de soutien et d'encouragement, sont plus à même d'apparaître lorsqu'un fort niveau de confiance existe. Sapienza et al. (1994) soulignent le niveau de confiance élevé qui doit s'instaurer entre capital investisseurs et dirigeants pour que ces rôles se développent.

1.3.3. Hypothèses concernant les relations entre processus et performance

H10 : *La fréquence d'interaction est associée positivement à la performance*

La littérature présente sur ce point des résultats contradictoires. Il semble naturel de penser que des contacts fréquents favorisent les activités de contrôle (c'est l'avis des capital investisseurs interrogés par Sweeting, 1989) et de conseil du capital investisseurs, et sont en conséquence bénéfiques pour la performance. Sapienza (1992) met en évidence une relation positive entre la valeur ajoutée des capital investisseurs (telle que perçue par les capital investisseurs et les dirigeants) et la fréquence et le degré d'ouverture de l'interaction entre dirigeants et capital investisseurs.

⁶ Telle est notre traduction de *heedful interrelating*

Cependant l'enquête de Mac Millan et al. (1988) ne met pas en évidence de lien entre la performance et le type de suivi de leurs investissements (plus ou moins actif) adopté par les capital investisseurs.

H11 : *La qualité des échanges d'information est associée positivement à la performance*

On peut supposer qu'une information de qualité concernant l'entreprise et son environnement permet aux capital investisseurs de mieux remplir leurs rôles de contrôle et de conseil vis à vis du dirigeant, et favorise la qualité du travail commun, notamment en ce qui concerne les prises de décisions stratégiques.

Les hypothèses 12, 13, et 14 ci-dessous sont dérivées de la littérature sur les groupes de travail et sur les processus au sein du conseil d'administration (Guzzo & Shea, 1992 ; Forbes & Milliken, 1999) :

H12 : *L'existence de conflits cognitifs est associée positivement à la performance*

L'existence de conflits cognitifs au sein du conseil d'administration est supposée contribuer positivement à la qualité des décisions prises, car elle incite ses membres à prendre en considération et à évaluer les diverses alternatives possibles avant de prendre une décision. En présence d'opinions contraires, les dirigeants sont notamment plus incités à expliquer et à argumenter leurs décisions, et parfois à les modifier.

H13 : *Le niveau de normes d'effort est associé positivement à la performance*

On peut supposer que des réunions bien préparées par les membres du conseil, et qu'une présence régulière et attentive de ces derniers, contribuent positivement à la qualité du travail commun et à celle des décisions prises.

H14 : *Une utilisation efficace des compétences présentes au conseil d'administration est associée positivement à la performance*

Le fait que chaque membre du conseil soit en mesure d'utiliser et d'apporter ses connaissances et compétences spécifiques, dans un climat coopératif, lorsque diverses alternatives sont exposées et débattues, semble de nature à influencer positivement sur la qualité des décisions prises.

1.3.4. Hypothèses concernant les relations entre rôles des capital investisseurs et performance

H15 : *Les rôles de contrôle sont associés positivement à la performance*

L'hypothèse que l'intensité du contrôle exercé par les administrateurs sur les dirigeants a un impact positif sur la performance a été largement développée et testée par les tenants de la théorie de l'agence (Fama & Jensen, 1983 ; Charreaux, 1997). Par ailleurs, toujours selon cette théorie, les capital investisseurs, en tant qu'actionnaires⁷, ont intérêt à exercer un contrôle étroit sur le dirigeant dans le but d'inciter celui-ci à maximiser la rentabilité financière.

⁷ Le capital investisseurs est, plus précisément, l'agent des investisseurs qui financent les sociétés ou les fonds d'investissement qu'il gère ou conseille. Mais il est également, le plus souvent, directement ou indirectement actionnaire par l'intermédiaire des mécanismes d'incitation dont il bénéficie (stock options, partage des plus-values,...).

H16 : *Les rôles de conseil sont associés positivement à la performance*

De nombreux auteurs ont souligné la valeur potentielle des conseils que peuvent apporter aux dirigeants les administrateurs externes, notamment en ce qui concerne l'apport d'informations sur l'environnement de l'entreprise (Pfeffer & Salancik, 1978), et la formulation de la stratégie (Westphal 1999).

H17 : *Les rôles interpersonnels sont associés positivement à la performance*

Cette hypothèse est essentiellement dérivée de la littérature relative au capital investissement, dans laquelle est soulignée à plusieurs reprises l'importance qu'attribuent aux rôles interpersonnels les dirigeants et les capital investisseurs (Sapienza et al., 1994, Steier & Greenwood, 1995). Par exemple, Sapienza & al. mentionnent l'importance pour les capital investisseurs de « ...fonctions telles que celles de motiver le management, de partager les risques psychologiques, et d'être un ami et un confident.... »⁸.

2. Méthodologie : l'enquête par questionnaire

2.1. La mesure des variables

Nous avons élaboré deux questionnaires, l'un destiné aux capital investisseurs, l'autre aux dirigeants d'entreprises. Les questionnaires ont fait l'objet de pre-tests, respectivement auprès de 4 capital investisseurs et de 2 dirigeants.

Le dispositif de réponse adopté est du type échelle de Likert symétrique à 5 points (point neutre inclus) pour l'ensemble des questions visant à mesurer les perceptions des répondants.

Nous décrivons ci-dessous la façon dont chacune des variables a été mesurée.

La confiance interpersonnelle entre capital investisseurs et dirigeant

La confiance interpersonnelle a été mesurée par une série de huit questions visant à en approcher les différentes dimensions. Nous nous sommes appuyés sur des travaux antérieurs ayant pour objectif de mesurer la confiance, et qui relèvent de la recherche sur les organisations (Cummings & Bromiley, 1996 ; Tyler & DeGoey, 1996 ; Zaheer & al., 1998), de la recherche en marketing (Morgan & Hunt, 1994 ; Ganesan & Hess, 1997 ; Frisou, 2000), ou qui concernent spécifiquement la relation entre capital investisseurs et dirigeants (Sapienza & Korsgaard, 1996).

La littérature nous montre que la confiance interpersonnelle se structure en trois types de présomptions relatives au comportement attendu du partenaire, qui constituent chacune une dimension de la confiance :

- la présomption de *bienveillance* : le partenaire ne cherchera pas à nuire à l'autre partie, et prendra en considération les intérêts de celle-ci ;
- la présomption de *cohérence* (ou de *prévisibilité*), qui traduit le fait qu'il est attendu que le partenaire respectera ses engagements ;
- la présomption de *compétence*, qui traduit le fait que le partenaire possède les compétences requises pour exécuter sa part du contrat⁹.

Nos questions ont eu pour objectif de mesurer ces trois dimensions.

⁸ Page 15. Traduction de l'auteur.

⁹ Les deux dimensions de cohérence et de compétence sont parfois regroupées sous le terme de « crédibilité », comme c'est le cas chez Ganesan & Hess (1997)

Les processus d'interaction

Nous décrivons ci-dessous la façon dont nous avons mesuré les cinq processus identifiés dans notre modèle.

La fréquence d'interaction

Il était demandé aux répondants d'indiquer sur une échelle la fréquence de leurs contacts avec l'autre partie sous quatre formes : réunion de conseil d'administration (ou de conseil de surveillance), autre réunion, conversation téléphonique, échange de courrier électronique ou de télécopie.

La qualité des échanges d'information

Nous avons mesuré cette variable par deux dimensions concernant l'information relative à la marche de l'entreprise communiquée par l'entreprise au capital investisseurs (*reporting*): la qualité du contenu du reporting, et le respect des délais prévus pour la transmission du reporting.

Les conflits cognitifs au sein du conseil d'administration

Afin de mesurer l'intensité et la fréquence des conflits cognitifs, nous avons demandé aux capital investisseurs et dirigeants leur perceptions relatives aux divergences d'opinion existant au sein du conseil d'administration.

Les normes d'effort du conseil d'administration

Nous appuyant sur les propositions de Forbes & Milliken (1999) nous avons demandé aux répondants d'indiquer leur perception du niveau d'effort déployé par les membres du conseil d'administration (préparation des réunions, présence aux réunions, participation aux débats).

L'utilisation des compétences du conseil d'administration

Nous avons demandé aux répondants de nous indiquer si à leur avis l'ensemble des compétences des membres du conseil d'administration étaient utilisées d'une façon satisfaisante par le conseil, nous appuyant là aussi sur les propositions formulées par Forbes & Milliken (1999).

Les rôles des capital investisseurs

Il était proposé aux capital investisseurs et aux dirigeants interrogés d'indiquer le niveau de contribution du capital investisseurs à chacun des rôles indiqués, sur une échelle à 5 points (de « pas de contribution » à « contribution majeure »).

La liste des rôles proposés, pour chacune des trois familles que nous avons identifiées (rôles de contrôle, rôles de conseil, et rôles interpersonnels), figure en annexe 1.

La performance de l'investissement

Nous avons retenu le critère principal de mesure de performance utilisés par l'industrie du capital investissement, en fonction duquel les capital investisseurs sont évalués par leurs pairs et par les investisseurs des fonds qu'ils gèrent, c'est à dire le taux de rentabilité interne (TRI) de l'investissement. Le TRI de chaque investissement est l'objet de réestimations successives, à une fréquence annuelle ou semestrielle. Ces réestimations permettent de calculer à intervalles réguliers la performance (TRI global) des fonds en cours de vie. Nous avons demandé à chaque capital investisseur de nous indiquer le TRI de l'investissement, ré-estimé à la date de réponse au questionnaire.

Le critère de performance « TRI réestimé » présente cependant l'inconvénient de ne pas connu, dans la plupart des cas, de façon précise par les dirigeants. En conséquence nous l'avons complété par deux autres mesures de performance :

- La performance financière de l'entreprise, estimée à la date de réponse au questionnaire, par rapport à celle attendue à l'origine : 5 choix proposés de « très inférieure » à « très supérieure » ;
- La performance de l'investissement estimée en termes de plus ou moins value: cinq choix proposés de « perte totale des fonds investis » à « grand succès (prix de revente supérieur à trois fois les fonds investis).

2.2. La population étudiée

L'enquête, administrée en 2001, porte sur les LBO réalisés sur des entreprises françaises au cours des années 1998 et 1999. Cette population peut être estimée à 466 opérations (voir 3.3 ci dessous). Nous avons choisi une population de LBO car la littérature disponible sur les relations entre capital investisseurs et dirigeants concerne surtout le capital risque. Il nous a paru intéressant d'aborder cette population relativement peu étudiée sous l'angle relationnel et comportemental, alors qu'elle l'a été plus largement sous des aspects plus strictement financiers ou comptables.

2.3. L'administration de l'enquête

Les données ont été collectées auprès des capital investisseurs durant la période allant de février à septembre 2001. Les LBO concernés, datant de 1998 et 1999, avaient donc été réalisés de 2 à 4 ans avant l'enquête. Le questionnaire a été envoyé par voie postale aux dirigeants de 102 sociétés de capital investissement (SCI). Sur les 149 membres de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) figurant dans l'annuaire 2000 (AFIC, 2000) de cette association, nous avons adressé le questionnaire à toutes les SCI qui mentionnent financer des opérations de transmission d'entreprise. Quatre SCI nous ont indiqué ne jamais réaliser d'opérations de type LBO, 4 ne pas avoir réalisé de LBO durant les années 1998 et 1999, et une société n'était plus en activité à la date du questionnaire, ce qui amène la population effectivement étudiée à 93 SCI. Sur ces 93 sociétés, 13 ont accepté de participer à l'enquête, soit un taux de réponse de 14%.

Il était demandé aux destinataires que, au sein de chaque SCI, un questionnaire soit rempli pour chaque LBO réalisé en 1998 et 1999 par le responsable principal du suivi de l'investissement considéré. Nous avons au total collecté 38 questionnaires soit 2,9 en moyenne par SCI.

Le nombre de LBO réalisés en France d'après l'EVCA (2000) a été de 348 en 1998 et de 379 en 1999, soit un total de 727. Ce chiffre doit cependant être corrigé car il inclut un nombre important de réinvestissements (*follow on*). Selon l'EVCA les réinvestissements représentaient 35,96% des opérations réalisées en France en 1998 et 1999. Le nombre de « nouveaux » LBO de 1998 et 1999 peut donc être estimé à 466. Nous pouvons donc estimer que l'échantillon de LBO pour lequel nous avons obtenu des réponses de la part des SCI représente 8.2% des LBO réalisés sur la période étudiée.

L'enquête auprès des dirigeants d'entreprises a été réalisée entre juin 2001 et février 2002. Les questionnaires ont été envoyés aux 38 dirigeants d'entreprises pour lesquelles une réponse avait été obtenue auprès des SCI. Vingt réponses de dirigeants ont été obtenues, soit

un taux de réponse de 53%, ce qui est assez élevé en comparaison aux autres études visant à interroger des dirigeants d'entreprises sous LBO.

La comparaison entre l'échantillon de SCI répondantes et la population des SCI membres de l'AFIC ne met pas en évidence de différences importantes (voir tableau ci-dessous) :

	Echantillon	Population des SCI inscrites à l'AFIC
N	13	102
Répartition par pays d'origine		
<i>France</i>	69%	84%
<i>Autres pays</i>	31%	16%
Répartition par type d'affiliation :		
<i>Captif</i>	46%	50%
<i>Semi-captif</i>	15%	8%
<i>Indépendant</i>	39%	42%
Nombre de professionnels		
<i>Moyenne</i>	8,2	8,7
Capitaux gérés (€ millions)		
<i>Moyenne</i>	533	429

(source de données pour la population : AFIC, Annuaire 2000).

3. Les résultats et leur interprétation

3.1. La comparaison des perceptions des capital investisseurs et des dirigeants

Notre enquête permet de mesurer et de comparer les perceptions respectives des capital investisseurs et des dirigeants, pour les 20 cas pour lesquels nous avons eu des réponses des deux parties.

Afin de déterminer si les perceptions des capital investisseurs et celles des dirigeants peuvent être considérées comme identiques nous avons appliqué aux données recueillies le test de Wilcoxon. Il s'agit d'un test non paramétrique, donc bien adapté à un échantillon de petite taille comme le nôtre et au fait que certaines des variables mesurées ne sont pas continues (Mbengue, 1999), qui permet de comparer la distribution d'une variable dans deux populations, ici la population des capital investisseurs et celle des dirigeants. Ce test utilise non pas les valeurs absolues des réponses mais les rangs. Nous avons retenu le seuil de signification classique de 5%. Les valeurs p indiquées sont celles relatives à la statistique du test de Wilcoxon corrigée des ex-aequo.

Les résultats obtenus sont présentés et commentés ci-dessous. Dans le cas où les variables sont continues, nous indiquons les moyennes respectives des données recueillies auprès des capital investisseurs et des dirigeants.

3.1.1. La confiance interpersonnelle

Un niveau élevé de confiance interpersonnelle règne entre les capital investisseurs et les dirigeants de notre échantillon, puisque les huit propositions du questionnaire visant à évaluer le niveau de confiance vis à vis du partenaire recueillent un degré d'accord moyen compris entre 3,9 et 4,7, sur une échelle allant de 1 à 5 (voir tableau ci-dessous).

Le second constat est que les perceptions des capital investisseurs et des dirigeants quand aux composantes de cette confiance sont proches. Sur 8 propositions, seules 2 recueillent des

évaluations significativement différentes. Dans ces deux cas les réponses traduisent un niveau de confiance des dirigeants vis à vis des capital investisseurs inférieur à celui des capital investisseurs vis à vis des dirigeants. Il s'agit de la proposition 3, relative au fait que le partenaire se soucie des intérêts du répondant, et à la proposition 8, relative aux efforts déployés par le partenaire pour maximiser la valeur de l'entreprise.

Nous avons calculé un « indicateur de confiance pondéré », qui est égal à la moyenne des réponses concernant les huit propositions, en sous-pondérant les réponses relatives aux propositions 2, 4, et 6, afin de ne pas accorder un poids excessif aux propositions concernant les échanges d'information entre partenaires (cet indicateur a été déterminé comme suit : nous avons calculé la moyenne des réponses aux propositions 2, 4, et 6, puis avons accordé le même poids à cette moyenne et aux 5 autres propositions). Les valeurs moyennes de cet indicateur pour les 20 capital investisseurs et les 20 dirigeants de notre échantillon sont indiquées dans le tableau ci-dessous. Elles ne sont pas significativement différentes.

<i>Dimension mesurée et propositions</i>	<i>Moyenne capital investisseurs</i>	<i>Moyenne dirigeants</i>	<i>Valeur p (test de Wilcoxon)</i>
<i>Bienveillance</i>			
1-Le partenaire négocie honnêtement avec moi	4,4	4,4	<i>p=0,782</i>
2-Le partenaire m'informe ouvertement de ses avis et décisions	4,5	4,4	<i>p=0,642</i>
<i>3-Le partenaire se soucie mon intérêt</i>	4,5	3,9	<i>p=0,022*</i>
<i>Cohérence</i>			
4-Le partenaire a tendance à me cacher des informations importantes (<i>échelle inversée</i>)	4,5	4,5	<i>p>0,999</i>
5-Le partenaire est fiable et tient ses engagements	4,4	4,3	<i>p=0,564</i>
6-Le partenaire me donne parfois des informations fausses ou incomplètes (<i>échelle inversée</i>)	4,7	4,5	<i>p=0,602</i>
<i>Aptitude</i>			
7-Le partenaire est compétent et maîtrise les dimensions de sa fonction	4,4	4,6	<i>p=0,285</i>
<i>8-Le partenaire travaille, essaie de résoudre les difficultés et de maximiser la valeur de l'entreprise</i>	4,7	4,2	<i>p=0,039*</i>
Indicateur de confiance pondéré	4,46	4,28	<i>p=0,206</i>

(*) Les variables pour lesquelles le test de Wilcoxon met en évidence une différence significative de perception entre capital investisseurs et dirigeants ($p < 5\%$) sont indiquées en italique.

Les différences de perception entre capital investisseurs et dirigeants constatées pour les propositions 3 et 8 peuvent probablement s'expliquer par le fait que les positionnements respectifs vis à vis de l'entreprise d'un actionnaire non dirigeant et d'un dirigeant actionnaire diffèrent, bien sur, fortement :

- les capital investisseurs gèrent un portefeuille de participations pour le compte d'investisseurs qui sont leurs clients, et les dirigeants semblent avoir conscience que les capital investisseurs se soucient prioritairement de l'intérêt de leurs clients investisseurs¹⁰, et sont susceptibles, en cas de conflit, de privilégier l'intérêt des actionnaires à celui des dirigeants. Ils ont probablement conscience de la relation

¹⁰ ...et, surtout, de leur propre intérêt, car leur rémunération future est étroitement liée à la performance financière des fonds gérés

d'agence existant entre capital investisseurs et investisseurs, analysée par Sahlman (1990) ;

- le fait que les capital investisseurs considèrent que les dirigeants se soucient fortement de leur intérêt pourrait laisser penser à une certaine naïveté de leur part, si l'on applique le prisme de la théorie de l'agence, puisqu'ils peuvent sembler minimiser l'opportunisme des dirigeants. Une explication peut tenir à l'efficacité des mécanismes d'incitation et de contrôle mis en place dans les LBO. Nous nous référons ici à la thèse de la convergence d'intérêt expliquant l'amélioration des performances financières post-LBO (Kaplan, 1989), et la thèse de la supériorité des mécanismes de gouvernance des LBO sur ceux des entreprises cotées (Jensen, 1989). Ainsi selon cette analyse les capital investisseurs ne seraient pas naïfs mais considéreraient que, vu l'efficacité des mécanismes de gouvernance mis en place, les dirigeants seraient amenés à prendre en compte de façon satisfaisante leurs intérêts d'actionnaire ;
- les dirigeants ont une fonction qui est à la fois opérationnelle, et concentrée entièrement (ou principalement) sur une seule entreprise. Il est donc compréhensible que leur perception du travail fourni par les capital investisseurs pour résoudre les difficultés éventuelles et maximiser la valeur de l'entreprise soit moins élevée que la perception par les capital investisseurs du travail fourni par les dirigeants.

3.1.2. La performance financière

La performance était mesurée de trois façons dans notre enquête :

- le TRI réestimé de l'investissement à la date de l'enquête (question adressée aux seuls capital investisseurs, les dirigeants étant rarement en possession de données précises sur cette information)
- la performance relative de l'entreprise : performance de l'entreprise estimée à la date de l'enquête comparée à celle attendue lors du LBO,
- la performance absolue de l'investissement : 5 réponses possibles, allant de la perte totale des fonds investis à un grand succès (prix de revente supérieur à 3 fois l'investissement initial)

Les performances perçues sont globalement d'un niveau élevé dans notre échantillon. Concernant la performance relative des entreprises, 80% des réponses indiquent une performance en ligne avec les attentes (note 3) ou supérieure (notes 4 et 5). En ce qui concerne la performance absolue de l'investissement, aucun répondant, même parmi les capital investisseurs, ne mentionne une estimation de perte totale (note 1) ou partielle (note 2) des fonds investis.

Les perceptions des capital investisseurs et des dirigeants ne sont pas significativement différentes en ce qui concerne la performance relative de l'entreprise ($p=0,763$), mais le sont en ce qui concerne la performance absolue de l'investissement ($p=0,014$). Pour cette dernière variable les capital investisseurs indiquent un niveau de performance sensiblement inférieur à celui des dirigeants. Ceci peut être expliqué par le fait que les capital investisseurs sont des financiers qui gèrent un portefeuille composé de diverses entreprises et sont donc susceptibles d'avoir, par comparaison, une vision plus objective des performances que les dirigeants, qui sont centrés sur la seule entreprise qu'ils dirigent.

3.1.3. Les processus

Nous décrivons ci-dessous les résultats obtenus en ce qui concerne les processus d'interaction entre capital investisseurs et dirigeants.

La fréquence d'interaction

Les fréquences d'interaction étaient mesurées pour quatre types d'évènements :

- réunions de conseil d'administration
- autres réunions formelles ou informelles
- conversations téléphoniques
- échanges de courriers électroniques ou de télécopies.

Les réponses des capital investisseurs et des dirigeants ne diffèrent de façon significative pour aucun de ces types d'évènements au seuil de signification de 5%.

En ce qui concerne la fréquence des réunions de conseil d'administration, les pratiques sont convergentes dans l'échantillon: une réunion de conseil d'administration par trimestre dans 75% des cas environ, ce qui correspond aux obligations légales de 4 réunions par an. En ce qui concerne les autres types d'évènements, on constate des pratiques plus diverses.

Nous avons calculé un indicateur de fréquence d'interaction synthétique qui est égal à la moyenne arithmétique des fréquences mesurées pour les quatre types d'évènements. Plus le niveau de cet indicateur est élevé, plus on peut considérer que capital investisseurs et dirigeants sont fréquemment en contact. Cet indicateur a été utilisé pour le test du modèle (voir ci-dessous paragraphe 4.2)

Les autres processus

Les résultats obtenus pour les autres processus sont indiqués dans le tableau ci-dessous puis commentés.

<i>Processus dont la perception est mesurée</i>	<i>Moyenne capital investisseurs</i>	<i>Moyenne dirigeants</i>	<i>Valeur p (test de Wilcoxon)</i>
Qualité des échanges d'information (reporting de l'entreprise aux investisseurs) :			
-Contenu de l'information communiquée par l'entreprise	4,1	4,7	<i>p=0,011 *</i>
-Respect des délais convenus	3,8	4,6	<i>p=0,019 *</i>
Fréquence des conflits cognitifs dans le conseil d'administration	3,7	3,4	<i>p=0,457</i>
Normes d'effort du conseil d'administration	3,9	4,1	<i>p=0,477</i>
Utilisation des compétences du conseil d'administration	4,2	4,1	<i>p=0,627</i>

(*) Les variables pour lesquelles le test de Wilcoxon met en évidence une différence significative de perception entre capital investisseurs et dirigeants ($p < 5\%$) sont indiquées en italique.

La qualité perçue des échanges d'information

Nos résultats indiquent une assez grande satisfaction des capital investisseurs pour les deux dimensions mesurées, la qualité perçue du contenu de l'information (moyenne 4,1 pour une note maximale possible de 5) et le respect des délais convenus (moyenne 3,8). Par contre il est à noter que dans deux cas les réponses des capital investisseurs sont significativement différentes de celles des dirigeants, ces derniers semblant surestimer assez fortement le degré de satisfaction des investisseurs quant à la qualité du reporting transmis par l'entreprise. Il existe clairement pour cette variable une différence de perception importante qui risque d'être source de malentendus ou de conflits.

Cette différence peut s'expliquer par l'asymétrie d'information existant entre dirigeants et capital investisseurs. Le reporting transmis par les dirigeants constitue la source d'information principale dont disposent les capital investisseurs sur l'état de l'entreprise et sur ses perspectives. Cette information est cruciale car ils l'utilisent pour évaluer la performance de l'entreprise et la qualité du travail des dirigeants. Il est donc compréhensible que leur degré d'exigence en la matière soit très élevé.

A l'inverse, pour les dirigeants, évaluer la qualité de l'information qu'ils produisent revient en quelque sorte à s'auto évaluer, ce qui peut expliquer une certaine complaisance.

Les processus au sein du conseil d'administration

Concernant les trois types de processus au sein du conseil d'administration mesurés (la fréquence des conflits cognitifs, les normes d'effort du conseil d'administration, et l'utilisation des compétences des membres du conseil d'administration), nous ne constatons pas de différences significatives entre les réponses données par les capital investisseurs et celles données par les dirigeants.

3.1.4. Les rôles des capital investisseurs

Les résultats obtenus concernant les rôles des capital investisseurs vis à vis des entreprises sont présentés dans le tableau ci-dessous.

	<i>Contribution des capital investisseurs :</i>		
Rôles du capital investisseur :	Réponses des capital investisseurs (moyenne)	Réponses des Dirigeants (moyenne)	Valeur p (test de Wilcoxon)
Rôles de contrôle :			
Revue des plans et budgets	3,1	2,7	<i>p=0,194</i>
Contrôle de la performance financière	3,7	3,8	<i>p=0,429</i>
Contrôle de la performance opérationnelle	3,0	3,4	<i>p=0,164</i>
Contrôle des décisions stratégiques	4,3	4,2	<i>p=0,755</i>
Contrôle des décisions financières	4,1	4,1	<i>p=0,868</i>
<i>Contrôle des recrutements de cadres dirigeants</i>	2,5	1,9	<i>p=0,008 *</i>
Evaluation de la performance du dirigeant	3,5	3,2	<i>p=0,175</i>
Rôles de conseil :			
<i>Participation à l'élaboration de la stratégie</i>	4,2	3,2	<i>p=0,006 *</i>
Ecoute et conseil du dirigeant avant les prises de décision	4,0	4,0	<i>p=0,861</i>
Conseil dans le domaine financier	4,0	4,1	<i>p=0,450</i>
Conseil dans le domaine des ressources humaines	1,9	1,8	<i>p=0,781</i>
Conseil dans le domaine opérationnel	1,9	1,9	<i>p=0,861</i>
Conseil pour la préparation de la sortie du LBO	4,2	4,2	<i>p>0,999</i>
Apport de contacts avec clients ou fournisseurs	2,5	2,1	<i>p=0,389</i>
Apport de contacts avec prestataires de services professionnels (consultants, conseils juridiques,...)	3,1	2,6	<i>p=0,057</i>
Rôles interpersonnels :			
Apport d'encouragements et de soutien au dirigeant	3,9	4,0	<i>p=0,811</i>
Ecoute du dirigeant	3,9	3,7	<i>p=0,702</i>
Rôle de « coach » vis à vis du dirigeant	2,7	2,6	<i>p=0,642</i>

(*) Les variables pour lesquelles le test de Wilcoxon met en évidence une différence significative de perception entre capital investisseurs et dirigeants ($p < 5\%$) sont indiquées en italique.

Les principales conclusions que nous tirons de ces résultats sont les suivantes.

➤ Proximité des perceptions des capital investisseurs et des dirigeants

Les perceptions des capital investisseurs et des dirigeants sont très proches puisqu'elles ne diffèrent de façon significative que pour deux rôles sur un total de 18 rôles proposés : le *Contrôle des recrutements de cadres dirigeants*, et la *Participation à l'élaboration de la stratégie*. Dans ces deux cas la contribution des capital investisseurs est perçue par ces derniers comme supérieure à celle perçue par les dirigeants.

Ce résultat est convergent avec les rares études antérieures permettant une telle comparaison. Sapienza & Timmons (1989) et Rosenstein & al. (1993) ont en effet mis en évidence une telle proximité des perceptions.

De plus Rosenstein & al. signalent que les capital investisseurs ont tendance à surestimer, par rapport aux dirigeants, leur contribution à l'élaboration de la stratégie de l'entreprise. Ceci apparaît clairement dans notre étude puisque, si nous classons les rôles en fonction de la moyenne obtenue, le rôle de *Participation à l'élaboration de la stratégie* est classé au 3^{ème} rang par les capital investisseurs alors qu'il est occupé le 10^{ème} rang chez les dirigeants.

Concernant le rôle de *Contrôle des recrutements de cadres dirigeants*, la différence de perception apparaît moins sensible puisque ce rôle est considéré comme relativement peu important. Il est classé 16^{ème} par les capital investisseurs et 17^{ème} par les dirigeants.

➤ Classement des rôles par famille et par nature

Dans le tableau ci-dessous nous avons regroupé les 18 rôles et calculé les contributions moyennes pour chaque catégorie

<i>Rôles du capital investisseur</i>	<i>Moyenne capital investisseurs</i>	<i>Moyenne dirigeants</i>
<i>Rôles de contrôle</i>	3,42	3,29
Contrôle stratégique	4,25	4,20
Contrôle financier	3,60	3,50
Contrôle opérationnel	2,97	2,78
<i>Rôles de conseil</i>	3,19	2,98
Conseil stratégique	4,05	3,58
Conseil financier	4,08	4,15
Conseil opérationnel	2,31	2,10
<i>Rôles interpersonnel</i>	3,48	3,42

Ce tableau nous montre que la contribution des capital investisseurs aux rôles de contrôle est la plus élevée. Ils sont suivis par les rôles interpersonnels, puis par les rôles de conseil. Cependant une typologie plus fine, par nature (stratégique, financier, opérationnel), conduit à modérer ce jugement. En effet les rôles auxquels les capital investisseurs contribuent le plus sont les rôles de nature stratégique et financière, qu'ils soient de contrôle ou de conseil. Viennent ensuite les rôles interpersonnels, puis les rôles de nature opérationnelle, pour lesquels la contribution est très faible.

Nous constatons que les rôles de nature financière (contrôle financier, conseil financier) apparaissent plus importants dans notre étude que dans Sapienza & al (1996). Ceci peut s'expliquer par le fait que l'étude de Sapienza porte sur le capital risque alors que notre étude porte sur les LBO, pour lesquels l'ingénierie financière est plus complexe et a des incidences plus importantes que dans le capital risque, ce qui peut expliquer que les capital investisseurs orientent plus leur action vers des rôles de nature financière. Une autre explication pourrait tenir à des caractéristiques « culturelles » des investisseurs français. En effet, l'étude pan-européenne de Sapienza & al. (1994) montrait des spécificités culturelles dans l'orientation de l'action des capital investisseurs, les français tendant à adopter un profil plus financier que leurs homologues des autres pays européens étudiés.

3.2. Le test du modèle liant confiance - processus / rôles – performance

Notre modèle est un modèle causal. Cependant la faible taille de l'échantillon ne permet pas l'utilisation de méthodes d'analyse de causalité telles que la méthode des équations structurelles, qui nécessitent des échantillons supérieurs à 100 individus. Nous avons en conséquence utilisé deux autres types de méthodes :

- les tests de corrélation non paramétrique. L'objectif est ici de tester la dépendance des variables du modèle deux à deux (par exemple : le niveau de confiance interpersonnelle entre capital investisseurs et dirigeants est-il corrélé, et avec quel signe, à la fréquence d'interaction entre eux ?). Le choix d'un test non paramétrique est, à nouveau, dicté par les avantages présentés par ces tests vis à vis de nos contraintes : applicabilité aux petits échantillons et à divers types de données (nominales et ordinales) (Mbengue, 1999). Nous avons utilisé le test de corrélation des rangs de Spearman.
- les régressions multiples, qui permettent de tester la dépendance d'une variable par rapport à un groupe d'autres variables. Cette méthode n'est utilisable que pour des variables continues. Elle n'a donné aucun résultat significatif avec nos données. La faible taille de notre échantillon ne nous permet pas, cependant, de tirer une conclusion de ce résultat.

Le modèle¹¹ présenté ci-dessous est issu des réponses des capital investisseurs et illustre les corrélations mises en évidence par notre enquête entre :

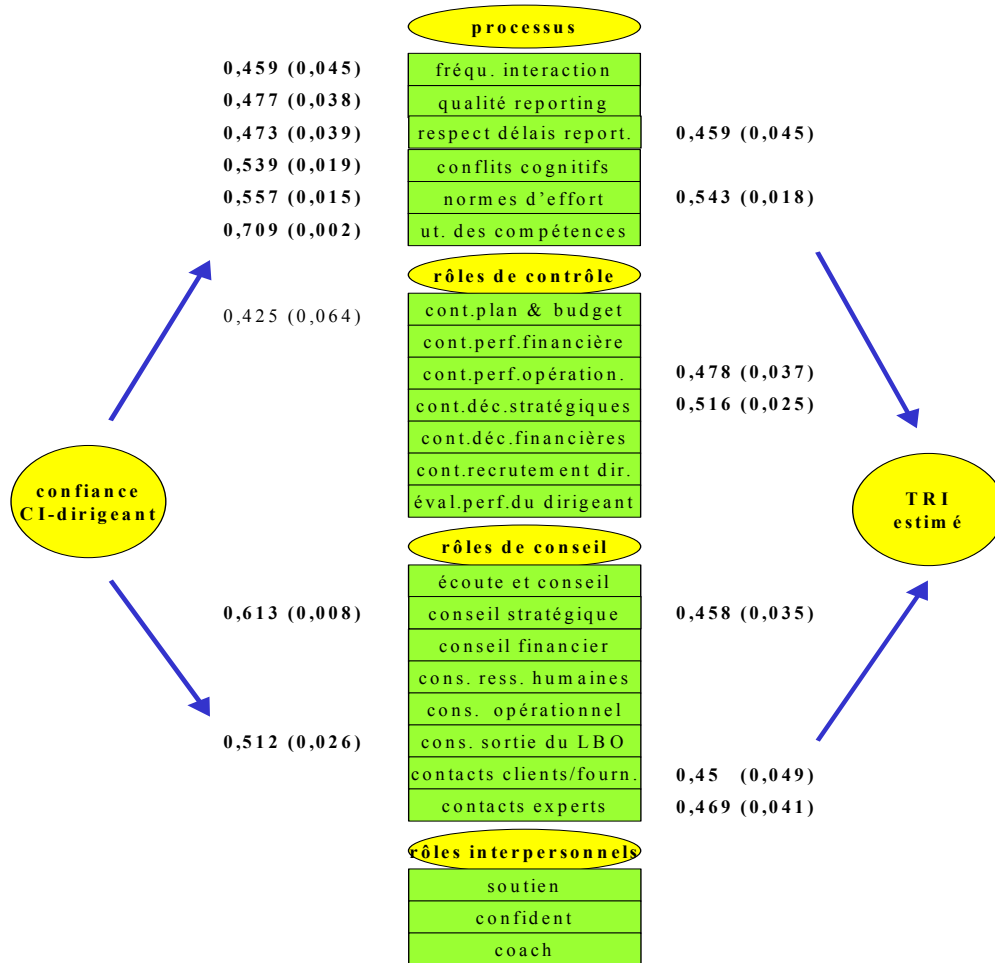
- le niveau de confiance interpersonnelle accordé par les capital investisseurs aux dirigeants, tel que mesuré par l'indicateur de confiance pondéré défini ci-dessus (4.1.1) ;
- les différentes variables médiatrices relatives aux processus d'interaction et aux rôles des capital investisseurs (mesurées ici par les réponses des capital investisseurs) ;
- puis entre ces variables médiatrices et la performance de l'investissement, mesurée ici par le TRI réestimé par les capital investisseurs à la date de l'enquête. Précisons que les liens entre les variables médiatrices et les autres critères de performance que nous avons mesurés (performance relative de l'entreprise et performance absolue de l'investissement) ne sont

¹¹ Notes relatives au modèle ci-dessous :

-Les données indiquées sont les coefficients de corrélation des rangs (Rho) issus du test de Spearman suivis, entre parenthèses, de la probabilité associée (p). Par exemple le coefficient de corrélation entre le niveau de confiance accordé par les capital investisseurs aux dirigeants et la qualité perçue par les capital investisseurs du contenu du reporting est de 0,477 (p :3,8%).

-Nous avons indiqué uniquement les corrélations pour lesquelles p est inférieur à 10%. Les corrélations pour lesquelles p est inférieur à 5%, qui sont les plus significatives, apparaissent en caractères gras.

pas présentés ici par souci de simplification, mais qu'il donnent des résultats largement similaires.



Premier constat : La confiance interpersonnelle a un impact positif sur les processus d'interaction

Il semble que dans la population étudiée la confiance interpersonnelle favorise les processus d'interaction entre capital investisseurs et dirigeants, puisque le niveau de confiance est corrélé positivement de façon significative à l'ensemble des processus que nous avons mesurés. Ceci confirme globalement nos hypothèses ainsi que celle développée par Wicks & al. (1999) dans leur modèle de la confiance optimale, selon lequel les relations caractérisées par un degré élevé de confiance présentent, notamment, comme bénéfique une forte capacité de coopération et d'implication des partenaires.

Nous commentons ci-dessous les résultats obtenus variable par variable.

➤ **Confiance et fréquence d'interaction**

Nous avons proposé deux hypothèses contradictoires concernant la relation entre confiance et fréquence d'interaction. Nos résultats indiquent une corrélation positive entre la confiance accordée par les capital investisseurs aux dirigeants et la fréquence d'interaction telle que mesurée par notre indicateur synthétique, ce qui tend à infirmer l'hypothèse H1a et à confirmer l'hypothèse H1b.

Ainsi il ne semble pas que la confiance accordée aux dirigeants aille de pair avec une moindre implication des capital investisseurs dans le suivi de l'entreprise. Il semble au contraire qu'elle favorise une plus grande fréquence d'interaction, et donc aussi probablement plus d'échange d'information. Notons qu'il est possible qu'il existe également, comme nous l'avons indiqué, un effet causal inverse. En effet, la littérature montre que la fréquence d'interaction influence positivement le comportement coopératif des acteurs (cf. modèle du dilemme du prisonnier, Cable & Shane, 1997) ainsi que la prévisibilité quant aux actions du partenaire, qui est l'une des composantes de la confiance.

➤ **Confiance et contenu du reporting ; confiance et respect des délais du reporting**

La confiance est corrélée positivement aux deux variables visant à mesurer la qualité perçue par les capital investisseurs du reporting transmis par les dirigeants : le contenu du reporting et le respect des délais convenus.

Il semble que, conformément à notre hypothèse H2, la confiance incite les partenaires à s'informer de façon ouverte et complète. Ici également nous pouvons envisager un sens de causalité inverse. Le fait que les dirigeants produisent un reporting de bonne qualité renforce probablement la confiance que leur accordent les capital investisseurs, car ceci améliore la perception des différentes composantes de la confiance : la prévisibilité et la compétence des dirigeants, mais également la bienveillance. En effet, si le dirigeant produit un reporting correspondant aux demandes du capital investisseurs, ce dernier l'interprète probablement comme un signe de bienveillance.

➤ **Confiance et conflits cognitifs**

Conformément à notre hypothèses (H3) la confiance semble favoriser l'émergence de conflits cognitifs. Elle incite les partenaires, qui sont également mieux informés comme nous l'avons vu ci-dessus, à exprimer leurs points de vue ouvertement, même lorsqu'il y a désaccord sur la tâche à accomplir ou sur la façon de l'accomplir.

➤ **Confiance et normes d'effort**

La confiance favorise l'existence de normes d'effort élevées, conformément à notre hypothèse H4. Des normes de travail plus intense semblent se constituer dans les groupes au sein desquels existe un climat de confiance.

➤ **Confiance et utilisation des compétences**

Notre hypothèse (H5) est également confirmée : la confiance a un effet favorable sur l'utilisation par chacun des partenaires de ses compétences et connaissances spécifiques dans leur travail commun.

Second constat : la confiance interpersonnelle a un impact positif sur certains rôles de conseil des capital investisseurs, mais peu ou pas d'influence sur les autres rôles

Seul un petit nombre (2 sur 18) de nos hypothèses relatives à l'impact de la confiance sur les rôles des capital investisseurs sont confirmées. En effet notre enquête met en évidence une corrélation statistiquement significative au seuil de 5% entre le niveau de confiance interpersonnelle et la contribution des capital investisseurs pour deux rôles seulement : *Participation à l'élaboration de la stratégie* et *Conseil pour la préparation de la sortie du LBO*, qui, notons le, sont tous deux des rôles de conseil stratégique dans lequel le niveau de contribution des capital investisseurs est important. Un rôle de contrôle, la *Revue des plans et*

budgets, présente une corrélation significative au seuil de 10% ($p : 6,4\%$), mais de signe positif, donc inverse à nos anticipations. Pour les 15 autres rôles que nous avons identifiés, on ne constate pas de corrélation significative.

➤ Confiance et rôles de contrôle

Contrairement à nos attentes l'enquête ne met pas en évidence de corrélation négative entre confiance et rôles de contrôle. Il semble que le fait que les capital investisseurs fassent confiance aux dirigeants ne les incite pas à réduire leur niveau de contrôle. Ce résultat est important car il infirme une hypothèse issue de la littérature, qui a surtout fait l'objet de développements théoriques (Charreaux, 1998, Wicks & al., 1999) mais pas, à notre connaissance, de tests empiriques, qui est que la confiance irait de pair avec un accroissement de l'espace discrétionnaires des dirigeants, donc avec une réduction du niveau de contrôle exercé par les partenaires de l'entreprise. Dans la population étudiée par notre enquête ceci n'est pas confirmé : les capital investisseurs qui font confiance aux dirigeants ne modifient pas leur niveau de contrôle, et en conséquence ne s'exposent pas aux risques engendrés par une réduction de ce niveau (être victimes plus facilement de l'opportunisme du dirigeant), mais n'en engrangent pas non plus le bénéfice (réduction des coûts de contrôle).

Il est d'ailleurs surprenant de constater que l'un des rôles de contrôle, la *Revue des plans et budgets*, est corrélé positivement au niveau de confiance, avec cependant une significativité assez faible ($p=6,4\%$). Notons cependant qu'il s'agit d'une part d'un rôle dans lequel les capital investisseurs s'impliquent relativement peu (voir classement des rôles ci-dessus, 7.2.2.5), et que la revue des plans de l'entreprise va assez naturellement de pair avec la participation à l'élaboration de la stratégie, qui es associée positivement à la confiance.

➤ Confiance et rôles de conseil

Le niveau de confiance est corrélé positivement de façon fortement significative avec deux des rôles de conseil qui sont considérés par les capital investisseurs comme les plus importants, qui sont tous deux des rôles de conseil stratégique : la *Participation à l'élaboration de la stratégie* et le *Conseil pour la préparation de la sortie du LBO*.

L'implication des capital investisseurs dans les décisions stratégiques est très probablement favorisée par certains processus d'interaction, eux-mêmes corrélés positivement avec le niveau de confiance : qualité des échanges d'information, conflits cognitifs, normes d'effort, utilisation des compétences, car elle nécessite d'une part que les capital investisseurs soient bien informés de la situation de l'entreprise, d'autre part que des échanges et du travail commun soient mis en oeuvre par dirigeants et capital investisseurs.

De plus on peut attendre que les dirigeants soient plus enclins à solliciter et à écouter les conseils des capital investisseurs, en particulier dans un domaine aussi sensible que celui des décisions stratégiques, lorsque il existe entre dirigeants et capital investisseurs des relation confiantes, car comme nous l'avons vu dans notre revue de la littérature, la légitimité des capital investisseurs à intervenir dans ce type de décisions et leur valeur ajoutée dans ce domaine ne sont pas toujours perçues par les dirigeants.

On ne constate en revanche, contrairement à nos hypothèses, aucune corrélation entre la confiance et les rôles de conseil financier et de conseil opérationnel. Notre hypothèse explicative est que ces deux domaines sont considérés, à la fois par les capital investisseurs et dirigeants, soit comme faisant naturellement partie du domaine de compétence et d'intervention des capital investisseurs (conseil financier), soit comme relativement peu

importants (conseil opérationnel). En conséquence, on peut supposer que le fait que les capital investisseurs s'y impliquent fortement ne nécessite pas un degré élevé de confiance interpersonnelle.

➤ **Confiance et rôles interpersonnels**

Contrairement à notre hypothèse aucune corrélation n'est constatée entre confiance et rôles interpersonnels. Ce résultat est surprenant. En effet, si l'on peut penser qu'une relation confiante n'implique pas forcément le développement de rôles interpersonnels, on pourrait s'attendre à ce qu'elle les favorise. Notons, comme nous le verrons ci-dessous, que ce résultat n'est pas le même lorsque l'on analyse les réponses des dirigeants.

Troisième constat : les résultats mettent en évidence trois variables médiatrices entre confiance et performance financière

Précisons tout d'abord que nos résultats ne mettent pas en évidence de corrélation significative directe entre confiance interpersonnelle et performance financière. Parmi les variables de processus et de rôles que nous avons identifiées, 7 présentent une corrélation significative avec la performance, toutes étant de signe positif. Par contre, seuls trois variables de processus et de rôles sont également corrélées de façon significative à la confiance, et peuvent donc être considérées comme ayant un rôle médiateur entre ces deux dernières variables.

➤ **Processus d'interaction et performance financière**

Alors que la confiance influe positivement sur tous les processus d'interaction que nous avons identifié, seuls deux de ces processus semblent avoir un impact sur la performance financière de l'investissement : *Respect des délais du reporting*, et *Normes d'effort*.

Conformément à notre hypothèse H11, Il semble que la confiance favorise une information ouverte entre partenaires qui, elle-même, favorise une meilleure performance, probablement car les décisions, en particulier de nature stratégique, collectivement prises par les capital investisseurs et les dirigeants sont ainsi meilleures.

Notons cependant que, sur les deux variables mesurant la qualité de l'information transmise par l'entreprise aux capital investisseurs, seule celle relative au respect des délais est corrélée positivement à la performance, mais pas celle relative au contenu de l'information.

En ce qui concerne le lien entre normes d'effort et performance, le résultat confirme notre hypothèse H13 : le fait que capital investisseurs et dirigeants s'investissent fortement dans leur travail commun, notamment au sein du conseil d'administration, par une bonne préparation des réunions et par une présence régulière et active s'avère « payant » par un impact favorable sur la performance.

➤ **Rôles des capital investisseurs et performance financière**

Concernant les liens entre rôles des capital investisseurs et performance financière, nous pouvons faire les commentaires suivants.

Tout d'abord, on peut noter que aucun rôle interpersonnel n'est corrélé positivement à la performance. Les rôles de contrôle et de conseil qui sont corrélés positivement à la performance sont, dans certains cas, des rôles pour lesquels les capital investisseurs ont une forte contribution, mais pas forcément. Par exemple, les rôles *Contrôle de la performance*

opérationnelle, Apports de contacts avec des clients ou fournisseurs, Apport de contacts avec des prestataires de services professionnels, font partie des rôles opérationnels pour lesquels la contribution des capital investisseurs est considérée comme peu importante, alors qu'ils sont corrélés positivement à la performance. Peut-être les capital investisseurs sous-estiment-ils l'importance de ces rôles et devraient-ils plus s'y investir ?

On notera également qu'aucun des rôles de nature financière, qu'ils soient de contrôle ou des rôles stratégique, n'est corrélé positivement à la performance, même lorsqu'il s'agit de rôles auxquels les capital investisseurs apportent une contribution importante, comme le *Contrôle des décisions financières* et le *Conseil dans le domaine financier*. Peut-être les capital investisseurs tendent-ils à surestimer l'impact de ces rôles sur la performance de l'investissement?

Le seul rôle qui soit corrélé à la fois à la confiance et à la performance est la *Participation à l'élaboration de la stratégie*. Il semble donc que le fait que les capital investisseurs contribuent à ce rôle, qui rappelons le est l'un des rôles auxquels ils déclarent contribuer le plus, soit favorisé par une relation confiante, et ait un impact favorable sur la performance, conformément à notre hypothèse. Leur investissement dans ce rôle paraît donc justifié. Un résultat analogue avait été établi par Westphal (1999) dans le cas des administrateurs d'entreprises cotées en bourse, montrant que leur implication dans les décisions stratégiques influe favorablement sur la performance financière de l'entreprise.

CONCLUSION

Capital investisseurs et dirigeants investissent-ils dans le développement d'une confiance mutuelle et cette confiance a-t-elle un impact sur leurs processus d'interaction, sur les rôles des capital investisseurs, et sur la performance financière du capital-investissement ? Nous pouvons ainsi résumer les questions de recherche posées au début de notre travail. Quelles réponses y avons nous apportées au moyen de cette enquête sur les LBO réalisés en France?

Tout d'abord, ainsi que nous l'anticipions, il semble que capital investisseurs et dirigeants investissent dans le développement d'une confiance mutuelle, avant l'opération de LBO et après celle-ci. Le fort niveau de confiance interpersonnelle mis en évidence par nos résultats en témoigne. Il est perçu à la fois par les capital investisseurs et par les dirigeants, même si leurs perceptions diffèrent parfois quant aux composantes de cette confiance. Ce niveau élevé de confiance est lié au caractère fortement dépendant de leur relation : ils sont tous deux fortement incités, en particulier financièrement, à ce que l'opération de LBO soit un succès, et ce succès est étroitement lié à la compétence et au comportement coopératif de l'autre partie. Ils sont donc incités à ne réaliser un LBO ensemble que si un niveau minimal de confiance existe, puis à développer ultérieurement des relations confiantes.

Deuxièmement, il semble que le niveau de confiance interpersonnelle développé entre eux ait un impact sur leurs processus d'interaction, donc sur la façon dont ils organisent leur travail commun. L'ensemble des processus que nous avons identifiés sont influencés positivement par le niveau de confiance, et dans un sens *a priori* favorable à la performance.

Le niveau de confiance a également un impact sur la contribution des capital investisseurs aux divers rôles qu'ils peuvent avoir vis à vis des entreprises, donc sur l'orientation de leur action, mais dans une moindre mesure que ce que nous attendions. En effet, seule leur contribution à deux rôles de conseil stratégique est influencée. Notre étude ne montre quasiment aucun

impact significatif de la confiance sur les rôles de conseil financier et opérationnel, ni sur les rôles de contrôle et les rôles interpersonnels. L'absence d'impact de la confiance sur les rôles de contrôle est un résultat qui nous paraît intéressant car les développements théoriques disponibles dans la littérature nous faisaient supposer que le contrôle serait réduit dans le cas d'une confiance élevée, les capital investisseurs étant alors prêts à accorder aux dirigeants un espace discrétionnaire plus large. Ceci est infirmé par notre étude : il semble que le fait que les capital investisseurs fassent confiance aux dirigeants ne modifie pas leur degré de contrôle sur l'action de ces derniers et sur les performances des entreprises. Faire confiance ne veut pas dire laisser-faire. Par contre, comme nous l'avons dit, il semble que la confiance stimule la participation des capital investisseurs à des rôles importants que sont l'élaboration de la stratégie et à la préparation de la sortie du LBO.

Enfin, notre étude ne met pas en évidence un impact direct de la confiance sur la performance financière de l'investissement, mais peut laisser supposer un impact indirect et partiel. Sur les possibles variables médiatrices entre confiance et performance que nous avons identifiées, seules trois semblent jouer un rôle : deux variables processuelles, et le rôle de participation à l'élaboration de la stratégie des capital investisseurs. Ainsi si la confiance a un impact sur tous les processus d'interaction et sur certains rôles, ces processus et rôles n'ont pas tous un impact sur la performance. De plus la performance est affectée par certains rôles sur lesquels la confiance n'a pas d'impact. La relation entre confiance et performance est donc probablement plus complexe que nous l'anticipions. D'autre part la performance est, bien sur, également affectée par de nombreux autres facteurs internes et externes à l'entreprise et à l'opération de LBO, qui n'ont pas été mesurés par notre enquête.

Nos sommes conscients des limites de notre travail, qui tiennent notamment à la faible taille de l'échantillon¹², aux possibles biais de sélection opérés par les répondants (qui ont pu choisir de donner des informations concernant de préférence des opérations ne présentant pas de difficultés importantes, en termes relationnels, opérationnels, ou financiers), ainsi qu'aux limites habituelles propres aux enquêtes par questionnaire.

En termes managériaux, notre travail peut donner aux capital investisseurs quelques pistes pour orienter leur action. Ils ont intérêt à favoriser les processus ayant un impact favorable sur la performance, à savoir des normes d'effort élevées et un respect par les dirigeants des procédures et des délais de reporting prévus. Ils ont également intérêt à s'investir dans des rôles de nature stratégique et opérationnelle, peut-être plus que dans des rôles exclusivement financiers, auxquels il accordent de l'importance mais qui semblent avoir, selon nos résultats, peu d'impact sur la performance. Si l'importance accordée aux rôles de nature stratégique (participation à l'élaboration de la stratégie, contrôle des décisions stratégiques) est bien conforme à leur impact sur la performance, ce n'est pas le cas de rôles opérationnels, tels que le contrôle de la performance opérationnelle, qui semblent devoir mériter plus d'attention de la part des capital investisseurs.

¹² Cette limite est fréquente dans les travaux sur les entreprises non cotées, pour lesquelles les informations sont naturellement plus difficiles à obtenir

BIBLIOGRAPHIE

AFIC – Association Française des Investisseurs en Capital (2000), *Annuaire 2000*, Paris.

AXELROD R. (1992), *Donnant donnant - Théorie du comportement coopératif*, Editions Odile Jacob (traduction française de : *The evolution of cooperation*, 1984, New York, Basic Books). (Essec IX 50 AXE)

BARNEY J., BUSENITZ L., FIET J. & MOESEL D. (1989), The structure of venture capital governance : An organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures, *Academy of Management Proceedings*, p.64-68.

BARNEY J., BUSENITZ L., FIET J. & MOESEL D. (1994), The relationship between venture capitalists and managers in new firms : Determinants of contractual covenants, *Managerial Finance*, vol. 20, n° 1, p.19-30.

BONNET C. (2001), *Private Equity Investment Performance : Do social ties between Venture Capitalists and CEOs matter?*, Papier de recherche ESC Grenoble WPS 04-01, avril 2001

BROCKNER J. & SIEGEL P. (1996), Understanding the interaction between procedural justice and distributive justice – The role of trust, in Kramer R. & Tyler T. (eds), *Trust in organizations - Frontiers of Theory and Research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p.390-413. (Essec IX 533 TRU)

BURT R. & KNEZ M. (1996), Trust and third party gossip, in Kramer R. & Tyler T.(eds), *Trust in organizations - Frontiers of Theory and Research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p.68-89. (Essec IX 533 TRU)

CABLE D. M. & SHANE S. (1997), A prisoner's dilemma approach to entrepreneur - venture capitalist relationships, *Academy of Management Review*, vol. 22, n° 1, p.142-176.

CHARREAUX G. (1997), Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, dans *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux éd., chap.5, p.141-164, Economica.

CHARREAUX G. (1998), Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises, *Economie et Société*, série Sciences de Gestion, n° 8-9, p.47-65.

CUMMINGS L. & BROMILEY P. (1996), The organizational trust inventory (OTI): development and validation, in Kramer R. & Tyler T. (eds), *Trust in organizations - Frontiers of theory and research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p.1-15. (Essec IX 533 TRU)

DESBRIERES P. et BROYE G. (2000), Critères d'évaluation des investisseurs en capital: le cas français, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.3, n° 3, p.5-43.

EVCA – European Venture Capital Association (2000), *2000 Yearbook*, Zaventem, Belgique.

EVCA – European Venture Capital Association (2001), *Survey of the economic and social impact of management buyouts and buyins in Europe*, Zaventem, Belgique.

FAMA E. & JENSEN M. (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics*, vol. 26, p. 301-325.

FORBES D. & MILLIKEN F. (1999), Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups, *Academy of Management Review*, vol. 24, n° 3, p. 489-505.

FRISOU J. (2000), Confiance interpersonnelle et engagement: une réorientation comportementale, *Recherche et Applications en Marketing*, vol. 15, n° 1, p. 63-80.

GANESAN S. & HESS R. (1997), Dimensions and level of trust: implications for commitment to a relationship, *Marketing letters*, vol. 8, n° 4, p. 439-448.

GORMAN M. & SAHLMAN W. (1989), What do venture capitalists do ?, *Journal of Business Venturing*, n° 4, p. 231-248.

GUZZO R. & SHEA G. (1992), Group performance and intergroup relations inside organizations, in Dunnette M. & Hough L., *Handbook in Industrial and Organization Psychology*, Consulting Psychologist Press, Palo Alto, p. 288-307.

JENSEN M. C. (1989), Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 67, n° 5, p. 61-75.

KAPLAN S. N. (1989), The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24, p. 217-254.

KRACKHARDT D. & HANSON J. (1993), Informal networks : The company behind the chart, *Harvard Business Review*, July-August 1993.

LERNER J. (1995), Venture capitalists and the oversight of private firms, *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, p. 301-318.

LEWICKI R. & BUNKER B. (1996), Developing and maintaining trust in work relationships, in Kramer R. & Tyler T. (eds), *Trust in organizations - Frontiers of theory and research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p.114-139.

MACMILLAN I., KULOW D. & KHOLYAN R. (1988), Venture capitalists' involvement in their investments : extent and performance, *Journal of Business Venturing*, n° 4, p. 27-47.

MANIGART S., WRIGHT M., ROBBIE K., DESBRIÈRES P. & DE WAELE K. (1997), Venture capitalists' appraisal of investment projects: an empirical European study, *Entrepreneurship Theory & Practice*, p. 29-43.

MBENGUE A. (1999), Tests de comparaison, in : R. A. Thiétart et al., *Méthodes de recherche en management*, chapitre 11, p. 291-334, Dunod, Paris

MORGAN R. & HUNT S. (1994), The commitment-trust theory of relationship marketing, *Journal of Marketing*, vol. 58, p. 20-38.

PFEFFER J. & SALANCIK G. (1978), *The external control of organizations : a resource dependant perspective*, Harper & Row, New York.

POWELL W. (1996), Trust-based forms of governance, in Kramer R. & Tyler T.(eds), *Trust in organizations - Frontiers of theory and research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p. 51-67.

RING P. & VAN DE VEN A. (1992), Structuring cooperative relationships between organizations, *Strategic Management Journal*, vol. 13, p. 483-498.

ROSENSTEIN J., BRUNO A., BYGRAVE W. & TAYLOR N. (1993), The CEO, venture capitalists, and the board, *Journal of Business Venturing*, n° 8, p. 99-113.

SAHLMAN W. A. (1990), The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 473-521.

SAPIENZA H. (1992), When do venture capitalists add value?, *Journal of Business Venturing*, n° 7, p. 9-27.

SAPIENZA H. & AMAZON A. (1993), Effects of innovativeness and venture stage on venture capitalist-entrepreneur relations, *Interfaces*, vol. 23, n° 6, p. 23-51.

SAPIENZA H, AMASON A. & MANIGART S. (1994), The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies : a study of three European countries, *Managerial Finance*, vol. 20, n° 1, p. 3-17.

SAPIENZA H. & GUPTA A. K. (1994), Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist - CEO interaction, *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 6, p. 1618-1632.

SAPIENZA H. & KORSGAARD A. (1996), Procedural justice in entrepreneur-investor relations, *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 3, p. 544-574.

SAPIENZA H. & TIMMONS J. A. (1989), The roles of venture capitalists in new ventures : What determines their importance, *Academy of Management Proceedings*, p.74-78.

STEIR L. & GREENWOOD R. (1995), Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation, *Journal of Management Studies*, vol. 32, n°3, p. 337-357.

SWEETING R. (1991), UK venture capital funds and the funding of new technology-based businesses : Processes and relationships, *Journal of Management Studies*, n° 28, p. 601-622.

TYLER T. & DEGOEY P. (1996), Trust in organizational authorities, the influence of motive attributions on willingness to accept decisions, in Kramer R. & Tyler T. (eds), *Trust in organizations - Frontiers of theory and research*, Thousand Oaks (California), Sage Publications, p.1-15.

WEICK K. & ROBERTS K. (1993), Collective mind in organizations: Heedful interrelating on flight desks, *Administrative Science Quarterly*, vol.38, p.357-381.

WESTPHAL J.D. (1999), Collaboration in the boardroom : behavioral and performance consequences of CEO-board social ties, *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 2, p.7-24.

WICKS A., BERMAN S. & JONES T. (1999), The structure of optimal trust : moral and strategic implications, *Academy of Management Review*, vol. 24, n° 1, p. 99-116.

WRIGHT M., THOMSON S. & ROBBIE K. (1992), Venture capital and management-led leveraged buy-outs: a European perspective, *Journal of Business Venturing*, vol. 7, n° 1, p. 47-71.

ZAHEER A., MCEVILY B. & PERRONNE V. (1998), Does trust matter ? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance, *Organization Science*, vol. 9, n° 2, p. 141-159.

Annexe 1 – Liste des rôles des capital investisseurs

Rôles de contrôle

- Revue des plans et budgets
- Contrôle de la performance financière
- Contrôle de la performance opérationnelle
- Contrôle des décisions stratégiques
- Contrôle des décisions financières
- Contrôle des recrutements de cadres dirigeants
- Evaluation de la performance du dirigeant

Rôles de conseil

- Ecoute et conseil au dirigeant
- Conseil stratégique
- Conseil financier
- Conseil en ressources humaines
- Conseil opérationnel
- Préparation de la sortie du LBO
- Apport contacts clients / fournisseurs
- Apport contacts experts / prestataires

Rôles interpersonnels

- Apport encouragement et soutien
- Confident
- Entraîneur / coach