

La confiance entre capital- investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière

Christophe BONNET

Grenoble École de Management

Classification JEL : G300

Correspondance :

E-mail : christophe.bonnet@grenoble-em.com

Résumé : Cet article étudie l'influence du niveau de confiance interpersonnelle entre capital-investisseurs (CI) et dirigeants sur les processus d'interaction, sur les rôles des CI dans la phase post-investissement, et sur la performance financière des investissements. L'hypothèse centrale est que la confiance favorise les processus et les rôles qui ont une influence positive sur la performance. Le modèle est testé au moyen d'un questionnaire sur les LBO réalisés en France. Les résultats montrent que la confiance influe sur l'ensemble des processus, ainsi que sur certains rôles des CI, qui ont un impact favorable sur la performance. Cependant ils ne mettent pas en évidence de relation directe entre confiance et performance.

Mots clés : capital-investissement – LBO – gouvernance d'entreprise – confiance – coopération.

Abstract : This paper examines the influence of interpersonal trust between venture capitalists (VCs) and managers on work processes, on VCs' roles during the post-investment phase, and on financial performance. The main hypothesis is that trust has a positive impact on processes and roles which favor strong financial performance. The model is tested through a mail survey of French VCs and LBO managers. The results show that trust favors all the processes identified and some of the VCs' roles which have an impact on performance. However, no direct link between trust and performance is established.

Key words : venture capital – MBOs – corporate governance – trust – cooperation.

Cet article a pour objectif d'étudier l'influence du niveau de confiance interpersonnelle entre capital-investisseurs (CI) et dirigeants d'entreprise sur trois types de variables, à savoir les processus d'interaction qui caractérisent leur relation, les rôles tenus par les CI vis-à-vis des dirigeants dans la phase post-investissement et, par l'intermédiaire des processus et des rôles, sur la performance financière de l'investissement dans les entreprises concernées.

La littérature sur le capital-investissement¹, ainsi que notre expérience personnelle², nous ont montré l'importance que CI et dirigeants attribuent à la confiance. Une opération de capital-investissement n'a pas lieu si un certain niveau de confiance réciproque n'a pas été atteint au préalable, au cours de la période d'études et de négociations qui précède l'investissement. Ce constat rejoint l'hypothèse développée par Wicks et *al.* (1999) dans le cadre de la théorie de la confiance optimale, qui propose de lier degré de dépendance et niveau de confiance. Dans une opération de capital-investissement, CI et dirigeant sont fortement dépendants l'un de l'autre car le succès nécessite une coopération des deux parties (Cable et Shane, 1997). Leurs destins sont, dans une certaine mesure, liés. Si l'un des deux fait défaut et entraîne par là un échec de l'opération, les conséquences négatives pour les deux partenaires peuvent être importantes, à la fois en termes de rémunération et de réputation. Ils n'ont donc intérêt à entrer en transaction que s'il existe entre eux un niveau de confiance élevé et, au-delà, à investir dans le développement d'une confiance mutuelle. Postérieurement à l'opération, le niveau de confiance peut bien sûr évoluer dans un sens ou dans l'autre. Mais la confiance a-t-elle effectivement une influence sur la performance et, si c'est le cas, comment ? Ne risque-t-elle pas au contraire de nuire à la performance, en poussant les CI à baisser leur garde en réduisant leur niveau de contrôle ?

L'hypothèse principale qui sous-tend ce travail est qu'un niveau élevé de confiance interpersonnelle dans la phase post-investissement a un impact positif sur la performance financière car la confiance favorise un comportement coopératif entre CI et dirigeants, qui se traduit dans les processus de travail mis en oeuvre (de meilleure qualité) et dans les rôles adoptés par les CI vis-à-vis des dirigeants (renforcement

¹ Le capital-investissement se réfère à l'investissement en fonds propres dans des entreprises non cotées, par des fonds dédiés à cette activité (*private equity*). Il inclut notamment le capital-risque, le capital-développement et les LBO (*Leveraged Buyouts*).

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

des rôles de conseil et des rôles interpersonnels). Quant au fait qu'un niveau élevé de confiance incite les CI à exercer un contrôle moindre sur les dirigeants concernés, ce qui pourrait avoir pour conséquence d'encourager des comportements ou des décisions contraires à leur intérêt, nous faisons l'hypothèse que cet effet existe, mais est plus que compensé par les bénéfices que peut procurer la confiance en favorisant la coopération entre CI et dirigeants.

Cet article est organisé en deux parties. La première partie présente le modèle liant confiance et performance financière du capital-investissement. La seconde partie décrit un test empirique du modèle mené sur les LBO opérés en France puis en indique les résultats et leur interprétation.

1. Le modèle liant la confiance et la performance financière du capital-investissement

1.1. Confiance, gouvernance d'entreprise, et capital-investissement

1.1.1. La confiance existe-t-elle ?

Le concept de confiance est assez largement absent de la littérature de gouvernance d'entreprise, alors qu'il est fréquemment abordé dans d'autres domaines des sciences de gestion (théories des organisations, stratégie, marketing) ainsi que dans la littérature propre au capital-investissement. Aux côtés de nombreux économistes, Williamson (1993) considère que le concept de risque se suffit à lui-même dans l'analyse des échanges économiques. Le fait d'accorder sa confiance se réduirait pour cet auteur à une prise de risque calculée et serait un acte purement rationnel et utilitaire. À l'opposé, de nombreux théoriciens des organisations, et certains économistes, proposent une conception plus large de la confiance. Elle peut, selon eux, avoir des sources d'ordre moral, ou tenant à l'identification entre individus, ou encore, dans les organisations, au rapport des individus avec l'autorité (Tyler et Kramer, 1996). D'ordre purement calculatoire au début d'une relation, elle est susceptible d'évoluer ensuite vers des formes basées sur la connaissance, puis sur l'identification (Lewicki et Bunker, 1996). Pour Charreaux (1998), la confiance est un mécanisme associé à toute forme de transaction et de coopération, qui accompagne et complète les mé-

canismes économiques traditionnels que sont le marché et la hiérarchie. Elle fait donc partie naturellement des mécanismes qui structurent les systèmes de gouvernance des entreprises.

La confiance se réfère aux présomptions d'une partie (A) vis-à-vis du comportement futur d'une autre partie (B). Plus A considère que B remplira ses engagements vis-à-vis de A, plus on peut dire que A fait confiance à B (Brockner et Siegel, 1996). Cette définition peut être précisée par l'analyse des dimensions qui constituent la confiance. La littérature en recherche organisationnelle et en marketing montre qu'elle repose sur trois types de présomptions concernant le comportement futur de l'autre partie (Cummings et Bromiley, 1996 ; Ganesan et Hess, 1997 ; Morgan et Hunt, 1994) :

- la bienveillance : il est supposé que l'autre partie agira de façon bienveillante, qu'elle s'efforcera de respecter ses engagements et ne cherchera pas à nous nuire ;
- la cohérence (ou prévisibilité) : la confiance suppose que le comportement de l'autre partie soit suffisamment prévisible ;
- la compétence : il est supposé que l'autre partie est dotée des qualités et des compétences nécessaires au respect de ses engagements.

La confiance diffère de la réputation par le fait qu'elle est relative à la relation spécifique entre deux parties A et B, alors que la réputation fait référence à la relation d'une partie A avec l'ensemble de son environnement.

1.1.2. À quoi sert la confiance ?

Les bénéfices de la confiance tiennent au fait qu'elle est susceptible de favoriser la coopération en incitant les partenaires économiques à investir dans la relation un capital humain ou financier supérieur, et en réduisant les risques qu'ils adoptent un comportement opportuniste (Charreaux, 1998 ; Wicks et *al.*, 1999). Elle permet également, en conséquence, une réduction des coûts de contrôle. Le lien entre confiance et coopération a été étudié dans divers champs de la recherche en management, notamment dans le contexte des alliances (Zeng et Chen, 2003), dans celui des relations entre acheteurs et fournisseurs (Dyer et Chu, 2003) et dans celui des groupes de travail (Jones et George, 1998). Ces travaux montrent que les anticipations positives quant au comportement du partenaire qui caractérisent la confiance fa-

vorisent un comportement coopératif, qui se traduit par des échanges d'information de meilleure qualité et par une implication plus forte des partenaires. Dans son travail concernant l'influence des liens sociaux entre administrateurs et dirigeants sur les décisions stratégiques et la performance d'entreprises cotées en bourse, Westphal (1999) utilise le concept de confiance de façon implicite. Pour lui, dirigeants et administrateurs sont plus enclins à coopérer lorsqu'ils sont liés par des relations personnelles amicales, car l'espérance réciproque de loyauté liée à l'existence de telles relations – donc la confiance, au moins dans sa dimension de bienveillance – encourage les échanges d'information, la recherche d'aide et de conseils par les dirigeants et le travail commun pour résoudre les problèmes posés. Sonnenfeld (2002) mentionne qu'un climat de confiance et de respect mutuel est l'une des caractéristiques des conseils d'administration efficaces, à côté de facteurs processuels tels que la qualité des échanges d'information et les conflits cognitifs.

Les coûts et les risques associés à la confiance tiennent au fait qu'elle peut être trahie et que, le comportement opportuniste du partenaire étant susceptible d'être détecté tardivement à cause du faible niveau de contrôle, les conséquences néfastes en soient accentuées (Wicks et al., 1999). De plus la confiance peut engendrer une réduction des options disponibles, tenant au coût d'un changement de partenaire avec qui l'investissement dans une relation de confiance a été opéré, et un manque de créativité et d'adaptabilité, lié au risque de détruire la confiance si le partenaire est mis en concurrence ou forcé à s'adapter à de nouvelles conditions (Charreaux, 1988).

Pour ce qui concerne la littérature relative aux organisations, le lien entre confiance et performance a fait l'objet d'études empiriques essentiellement dans deux domaines : les groupes de travail et la coopération interentreprises.

La performance des groupes de travail est favorisée par la confiance. Ceci est mis en évidence à la fois pour la confiance qu'accordent les membres du groupe à leur chef (Elsass, 2001), la perception qu'ont les membres du groupe de la confiance que leur accorde leur chef, et la confiance interpersonnelle qui règne entre l'ensemble des membres (Erdem et Ozen, 2003). L'influence de la confiance sur la performance est expliquée, dans ce contexte, par le fait qu'elle favorise la coopération entre acteurs, à la fois par des facteurs cognitifs (processus de meilleure qualité) et affectifs.

Concernant la coopération interentreprises, Dyer et Chu (2003) étudiant la relation entre acheteurs et fournisseurs, établissent qu'un niveau élevé de confiance réciproque permet de réduire les coûts de transaction. D'après leurs résultats, la confiance accroît la qualité des échanges d'information entre les firmes étudiées et leurs fournisseurs, et permet aux firmes perçues comme les plus dignes de confiance de réduire de façon importante leurs coûts administratifs d'achat en minimisant les temps de négociation des contrats. Ce résultat est cependant modéré par ceux d'autres travaux qui indiquent que la confiance entre acheteurs et fournisseurs ne favorise la performance que dans des situations de faible opportunisme. L'idée que la confiance n'est susceptible de favoriser la performance que lorsqu'elle est adaptée à la situation a été largement développée dans le modèle de confiance optimale de Wicks et *al.* (1999). Pour ces auteurs, la confiance est à la fois éthiquement désirable et économiquement utile, mais à condition qu'elle soit optimale, c'est-à-dire que le niveau de confiance accordé soit adapté aux transactions et aux partenaires considérés. Ainsi certaines entreprises surinvestissent leur confiance, donc la gaspillent, et prennent des risques inutiles dans leurs relations avec des partenaires pour lesquels un niveau de confiance inférieur serait suffisant. D'autres entreprises sous-investissent leur confiance, ce qui peut entraîner l'échec du développement de relations qui auraient pu apporter une valeur importante. Rappelant que la confiance est un concept socialement incrusté, les mêmes auteurs considèrent que la clé principale permettant de déterminer le niveau de confiance optimal est le degré de dépendance existant entre l'entreprise et ses partenaires. Ainsi le niveau de confiance devrait-il être adapté au degré de dépendance : fort dans les relations caractérisées par des liens forts et un degré élevé de dépendance, faible dans les autres cas.

1.1.3. La confiance entre dirigeants et actionnaires dans les entreprises à capital contrôlé

La relation entre dirigeants et actionnaires est toujours caractérisée par un niveau élevé de dépendance. La création de valeur, objectif des actionnaires, est fortement dépendante des compétences et des actions entreprises par les dirigeants qu'ils choisissent. Le remplacement d'un dirigeant qui ne donne pas satisfaction est toujours possible, mais il implique des risques et des coûts non négligeables. Les dirigeants sont

également dépendants des actionnaires, à la fois directement et par l'intermédiaire du conseil d'administration. Ils développent en général un capital managérial spécifique à l'entreprise qui peut être perdu s'ils la quittent. Ils attendent que les actionnaires respectent leurs engagements explicites ou implicites, par exemple en matière de rémunération, ou d'apports des ressources financières nécessaires à l'entreprise. De plus une révocation peut être nuisible à leur réputation sur le marché du travail.

Cette étroite dépendance réciproque laisse à penser que la confiance optimale entre dirigeants et actionnaires est une confiance forte. Cependant la structure actionnariale conditionne la possibilité qu'une telle confiance puisse s'établir. Dans les entreprises de type managérial, à capital diffus, les actionnaires ont peu d'interactions directes avec les dirigeants, et ces derniers sont choisis en fonction de leur réputation plutôt qu'en fonction de la confiance interpersonnelle que leur accordent les actionnaires. Tout autre est le cas des entreprises à capital contrôlé, dans lesquelles le faible nombre d'actionnaires accroît à la fois leur degré de dépendance avec les dirigeants, et les possibilités d'interactions directes susceptibles de créer de la confiance. Ainsi, il semble que la confiance soit particulièrement développée au sein des entreprises familiales (Allouche et Amann, 1998). Les membres du groupe familial, de par les liens biologiques, culturels, moraux qui les unissent et créent une dépendance entre eux, font reposer largement leurs transactions sur la confiance réciproque. Ces auteurs émettent d'ailleurs la proposition que la confiance est un élément explicatif de la supériorité économique de ces entreprises, qui a été mise en évidence par un certain nombre d'études.

Qu'en est-il de la confiance entre dirigeants et CI ? La littérature sur le capital-investissement fait parfois référence au concept de confiance et indique l'importance que lui accordent les CI et les dirigeants. Les CI considèrent, selon Fried et Hisrich (1995), que l'influence qu'ils ont sur les dirigeants est directement liée à l'existence de relations de confiance. L'enquête menée par Sapienza et Koorsgard (1996) met en évidence le degré élevé de confiance des CI vis-à-vis des dirigeants des entreprises de leur portefeuille et le fait que le niveau de confiance est influencé par la qualité du *reporting* effectué par les entreprises. L'étude des différents rôles que peuvent avoir les CI vis-à-vis des dirigeants dans la phase post-investissement met en évidence l'importance accordée aux rôles interpersonnels, qui intègrent des dimensions dé-

passant largement les seuls aspects opérationnels ou financiers, ce qui implique, pour Sapienza *et al.* (1994), l'existence de niveaux élevés de confiance interpersonnelle. Notons, de plus, que ces rôles sont considérés comme importants à la fois par les CI et par les dirigeants.

Ainsi, il semble que pour le capital-investissement comme dans le cas des entreprises familiales, l'observation confirme l'hypothèse que dépendance et confiance sont liées. En effet, les facteurs de dépendance mutuelle entre dirigeants et CI sont nombreux :

- En capital-investissement les participations sont à la fois fortement risquées, peu liquides, et assez peu diversifiées (Desbrières, 2001). De par la nature des entreprises financées, souvent fortement endettées (LBO) ou très jeunes (capital-risque), un échec peut se traduire par une perte importante, voire totale, des capitaux investis. La performance financière d'un fonds de CI est donc étroitement liée à la compétence des dirigeants des entreprises financées et à l'alignement de leur action sur l'intérêt des actionnaires.
- Les fonds de capital-investissement détiennent des participations significatives dans les entreprises, sont en général représentés au conseil d'administration, exercent un contrôle actif sur la performance des dirigeants et sont, le plus souvent, en mesure de les révoquer (Desbrières, 2001 ; Gorman et Sahlman, 1989). Comme dans toute firme à capital contrôlé, les dirigeants sont donc fortement dépendants d'un actionnaire ou d'un petit groupe d'actionnaires.
- Dirigeants et CI développent des relations durables (Cable et Shane, 1997). Une participation en capital-investissement est en général détenue sur une période allant de trois à six ans. La rémunération des dirigeants, ainsi que celle des CI, est fortement dépendante du succès final de l'investissement (Sahlman, 1990). Si la rupture de la relation est toujours possible par révocation, ou départ volontaire, du dirigeant, elle comporte toutefois des coûts et des risques non négligeables.

Ainsi, CI et dirigeants accordent de l'importance à l'établissement de relations confiantes entre eux, ce qui peut s'expliquer par la forte dépendance qui les lie. Cependant, force est de constater que la littérature relative au capital-investissement ignore assez largement les fac-

teurs qui peuvent favoriser la confiance, ainsi que ses possibles conséquences en termes de comportements et de performance des investissements. Une exception est le travail de Shepherd et Zacharakis (2001) qui considèrent que la confiance entre CI et dirigeants favorise leur désir mutuel de coopérer (et déplorent qu'elle ait fait l'objet d'un nombre limité de travaux dans le domaine du capital-investissement), mais ne testent pas empiriquement cette proposition.

Selon le modèle de confiance optimale, les investissements réalisés par des paires CI-dirigeants ayant développé des relations à fort niveau de confiance devraient produire des performances financières supérieures. Cependant, avant de modéliser et de tester la relation confiance-performance, il convient de mieux comprendre la façon dont la confiance peut influencer sur la performance.

1.2. La médiation entre confiance et performance : les processus et les rôles des CI

L'analyse de la littérature menée ci-dessus incite à supposer que l'impact de la confiance sur la performance financière du capital-investissement passe par la coopération, celle-ci se traduisant dans les processus de travail entre CI et dirigeants, et dans l'orientation des rôles exercés par les CI. Nous examinons successivement ces deux familles de variables.

1.2.1. Les processus

L'analyse des processus de travail est assez largement ignorée par la littérature de gouvernance des entreprises, qui est surtout focalisée sur les liens pouvant exister entre certaines variables démographiques ou contractuelles (telles que, par exemple, la proportion d'administrateurs externes dans le conseil d'administration) et la performance financière des entreprises.

Certains chercheurs ont cependant étudié les processus à l'œuvre au sein des conseils d'administration (Forbes et Milliken, 1999 ; Sonnenfeld, 2002), ou, plus spécifiquement, entre dirigeants et CI (Cable et Shane, 1997 ; Sapienza et Korsgaard, 1996 ; Shepherd et Zacharakis, 2001). Ces travaux cherchent à mettre en évidence les liens existant entre le niveau de coopération et les processus, ou entre les processus et l'efficacité du travail commun. Ils sont basés sur des théories cogniti-

ves (processus et dynamique des groupes de travail) et comportementales (théorie de la justice procédurale, modèle du dilemme du prisonnier). Les théoriciens de la dynamique des groupes considèrent que les processus ont un impact sur l'efficacité avec laquelle les groupes de travail remplissent les tâches qui leur sont assignées (Guzzo et Shea, 1992). C'est en particulier le cas des processus de nature instrumentale, c'est-à-dire concernant spécifiquement la tâche à accomplir. Ces résultats généraux peuvent s'appliquer aux groupes que constituent les équipes de direction et les conseils d'administration. Smith et *al.* (1994) montrent ainsi que les processus établis au sein des équipes de direction ont une influence, directe et indépendante des variables démographiques, sur la performance financière des entreprises considérées.

Nous présentons ci-dessous les principaux processus de travail, entre dirigeants et administrateurs et entre dirigeants et CI, étudiés dans la littérature, et décrivons leurs conséquences, attendues ou établies par des travaux empiriques, en termes de performance. Les normes d'effort, les conflits cognitifs, et l'utilisation des compétences des membres sont trois variables processuelles fréquemment considérées dans l'étude du fonctionnement des groupes. Elles sont reprises par Forbes et Milliken (1999) dans leur proposition de modélisation de l'impact des processus sur l'efficacité du conseil d'administration. Selon ce modèle ces trois variables sont supposées avoir un impact positif sur l'efficacité du conseil d'administration dans sa tâche de prise de décisions stratégiques, et donc sur la performance financière de l'entreprise. Nous avons identifié dans la littérature deux autres variables processuelles, qui ont été également intégrées dans le modèle liant confiance et performance : la fréquence d'interaction et la qualité des échanges d'information.

Les normes d'effort se réfèrent au niveau d'effort qui est considéré au sein d'un groupe comme devant être déployé par chacun des membres. Elles concernent à la fois le temps de travail (préparation et présence aux réunions) et des facteurs qualitatifs tels que l'attention, l'effort d'analyse, et la participation active aux séances. L'hypothèse que Forbes et Milliken dérivent de la littérature sur l'efficacité des groupes est qu'un niveau élevé de normes d'effort prévalant au sein du conseil d'administration a un impact positif sur l'efficacité avec laquelle il remplit sa tâche.

Les conflits cognitifs sont des désaccords entre membres d'un groupe portant soit sur la nature de la tâche, soit sur la façon d'accomplir cette tâche. L'hypothèse de Forbes et Milliken est que l'existence de conflits cognitifs a un impact positif sur l'efficacité du conseil d'administration. En effet, les débats qui vont de pair avec ces conflits aident les membres du conseil à évaluer les effets possibles des différentes alternatives qui se présentent et obligent les dirigeants à expliquer et à justifier leurs choix. Sonnenfeld (2002) indique également que le fait que les dirigeants soient ouverts à des confrontations en matière de décision stratégique est favorable à la performance des conseils d'administration. Notons cependant que les conflits cognitifs peuvent présenter également des effets négatifs sur la cohésion du conseil d'administration et sur le niveau d'effort déployé par ses membres. Certains administrateurs, sensibles à un climat consensuel, peuvent en effet réduire leur implication en cas de niveau ou de fréquence élevés de conflits cognitifs (Mace, 1986).

L'utilisation des compétences décrit l'efficacité avec laquelle un groupe est capable de mobiliser et d'utiliser les compétences de ses membres pour effectuer au mieux les tâches qui lui sont confiées. Elle est liée aux capacités d'apprentissage collectif et de coopération du groupe. Une utilisation efficace des compétences de chaque membre accroît l'efficacité des groupes (Guzzo et Shea, 1992).

La fréquence d'interaction et la qualité des échanges d'information sont deux variables liées à l'information. Les recherches empiriques portant sur la relation entre dirigeants et CI montrent que la fréquence d'interaction et la qualité des échanges d'information ont toutes deux un impact positif sur la coopération, à la fois dans les phases qui précèdent et qui suivent l'investissement (Sapienza, 1992). Le travail mené par Sapienza et Koorsgard (1996) sur la justice procédurale dans la relation entre entrepreneurs et CI confirme ce résultat. Le fait que le CI reçoive, dans la phase post-investissement, un *reporting* de bonne qualité et délivré dans les délais convenus a une influence sur son attitude vis-à-vis de l'entrepreneur : il lui fait dans ce cas plus confiance, soutient plus fréquemment ses décisions, et réduit le niveau de contrôle.

1.2.2. Les rôles des CI

L'action des CI vis-à-vis des dirigeants, dans la phase post-investissement a fait l'objet d'une abondante littérature³. Leurs rôles peuvent être regroupés en trois familles :

- Le contrôle, qui regroupe les activités permettant aux CI d'orienter et de contrôler les actions des dirigeants dans l'objectif que celles-ci soient conformes à la stratégie préalablement définie et à l'intérêt des actionnaires.
- Le conseil, qui peut se décomposer en conseil stratégique, conseil financier, et conseil opérationnel.
- Les rôles interpersonnels, qui relèvent du soutien personnel apporté par les CI aux dirigeants : rôles de confident, d'entraîneur (*coach*), apport d'encouragements et de soutien moral.

La fonction médiatrice des rôles des CI entre confiance et performance suppose tout d'abord que les rôles des CI soient influencés par la confiance. La littérature indique que les CI adaptent leur action aux circonstances, en particulier en augmentant le niveau de contrôle lorsqu'ils perçoivent des risques d'agence ou des risques d'entreprise, comme le montrent de nombreux travaux (Barney et *al.*, 1994 ; Gomez-Mejia et *al.*, 1990 ; Sapienza et Gupta, 1994). Il n'existe cependant pas, à notre connaissance, de travaux empiriques portant spécifiquement sur l'influence de la confiance sur les rôles des CI. Par contre, comme ceci a été indiqué plus haut⁴, la confiance est susceptible d'avoir, d'une part, un impact négatif sur le contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants (Charreaux, 1998 ; Wicks et *al.*, 1999), d'autre part, une influence favorable sur la coopération entre partenaires (Dyer et Chu 2003, Zeng et Chen 2003), qui devrait se traduire par une implication supérieure des CI dans les rôles de conseil. Par ailleurs, les rôles interpersonnels des CI devraient être favorisés par un fort niveau de confiance, comme le suggèrent Sapienza et *al.* (1994).

La fonction médiatrice des rôles des CI suppose également qu'ils influent sur la performance financière du capital-investissement, c'est-à-dire que la façon dont les CI orientent leur action affecte la performance. Les travaux empiriques donnent sur ce point des résultats assez

³ Pour des revues de littérature voir Bonnet (2004) et Desbrières (2001).

⁴ Paragraphe 1.1.

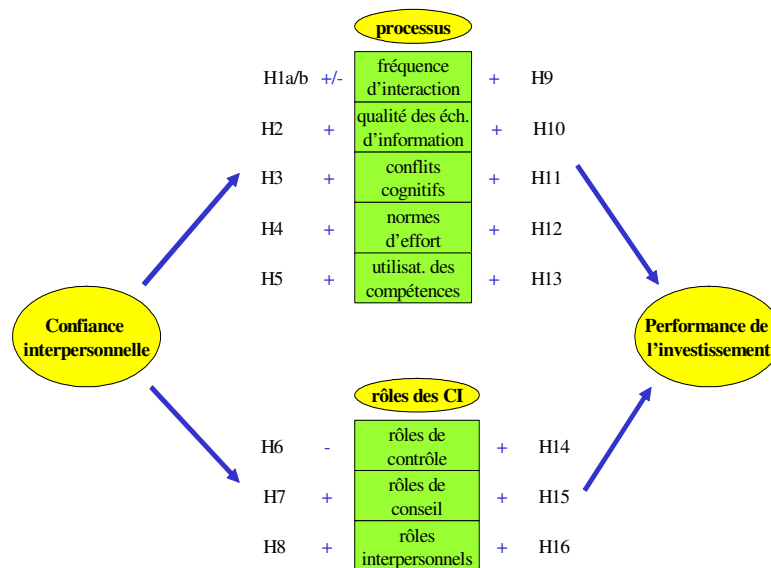
contrastés, mais qui laissent supposer que l'implication des CI dans chacune des familles de rôles (contrôle, conseil, rôles interpersonnels) a une influence favorable sur la performance financière⁵. Cette hypothèse, ainsi que l'ensemble des hypothèses qui sous-tendent le modèle proposé, est plus précisément présentée et justifiée dans la section 1.3. qui suit.

1.3. Présentation du modèle liant confiance et performance financière

L'hypothèse de base de ce modèle est qu'un niveau élevé de confiance interpersonnelle entre CI et dirigeants, dans la phase post-investissement, a un impact positif sur la performance financière de l'investissement, car la confiance favorise un comportement coopératif, ce qui se traduit dans les processus de travail mis en oeuvre (de meilleure qualité) et dans les rôles adoptés par les CI vis-à-vis des dirigeants (renforcement des rôles de conseil et interpersonnels).

Le modèle est présenté en figure 1. Les hypothèses qui le sous-tendent sont ensuite détaillées.

Figure 1 – *Modèle liant confiance interpersonnelle – processus et rôles des CI*



Hypothèses concernant les liens entre confiance et processus

Concernant le lien entre confiance et fréquence d'interaction, deux hypothèses contraires ont été posées :

Hypothèse 1a : 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 (Lewicki et Bunker, 1996).

Hypothèse 1b : 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 CI sont alors prêts à accroître l'espace discrétionnaire des dirigeants et à réduire le niveau de contrôle (Charreaux, 1998). De plus, les CI adaptant leur comportement au niveau de risque qu'ils perçoivent⁶, il est probable qu'un niveau élevé de confiance réduise le risque perçu et les incite en conséquence à réduire la fréquence d'interaction.

Hypothèse 2 : La confiance est associée positivement à la qualité des échanges d'information.

L'impact positif de la confiance sur la qualité des échanges d'information a été montré dans le cas des relations acheteurs-fournisseurs (Dyer et Chu, 2003) et des groupes de travail (Jones et George, 1998). Westphal (1999) émet l'hypothèse qu'un niveau élevé de confiance interpersonnelle incite les dirigeants à se montrer plus coopératifs quant à la fourniture d'informations sur la marche de l'entreprise. On peut donc supposer que les dirigeants sont d'autant plus enclins à transmettre aux CI une information de bonne qualité et à respecter les procédures convenues que le niveau de confiance est élevé. En considérant un sens de causalité inverse, on peut également penser que la satisfaction des CI quant à la qualité du *reporting* tend à

⁶ Voir la section 1.2. ci-dessus.

augmenter leur niveau de confiance vis-à-vis des dirigeants (Sapienza et Koorsgaard, 1996).

Hypothèse 3 : La confiance est associée positivement à l'expression des conflits cognitifs.

L'ouverture 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 (Forbes et Milliken, 1999), d'autre part car ils sont incités, dans un climat de confiance à faire valoir ouvertement leurs divergences de vue.

Hypothèse 4 : La confiance est associée positivement à un niveau élevé de normes d'effort.

Charreaux (1998) mentionne qu'un niveau élevé de confiance favorise l'accumulation de capital humain spécifique à l'entreprise. On peut penser que cette accumulation nécessite notamment un niveau élevé de normes d'effort de la part des partenaires concernés. De plus, la confiance entre administrateurs et dirigeants favorise une coopération plus active et intense entre eux, notamment pour les prises de décisions de nature stratégique (Westphal, 1999). Une telle coopération nécessite des efforts 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.

Hypothèse 5 : 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 et Milliken, 1999). L'existence de relations confiantes entre dirigeants et CI devrait, en favorisant la coopération et l'implication, contribuer à créer un climat propice à une bonne utilisation des compétences de chacun.

Hypothèses concernant les liens entre confiance et rôles des CI

Hypothèse 6 : La confiance est associée négativement aux rôles de contrôle des CI.

Un niveau de confiance élevé est susceptible de conduire les partenaires de l'entreprise à accroître l'espace discrétionnaire des dirigeants en réduisant le niveau de contrôle (Charreaux, 1998 ; Wicks et al., 1999), ce qui est confirmé par les résultats empiriques de Sapienza et Koorsgard (1996).

Hypothèse 7 : La confiance est associée positivement aux rôles de conseil des CI.

Le fait que la confiance favorise l'investissement en capital humain spécifique (Charreaux, 1998) devrait se traduire par une plus grande implication des CI dans les rôles de conseil. De plus la réceptivité des dirigeants à vis-à-vis de ces conseils devrait être meilleure, de par les présomptions de compétence et de bienveillance qui vont de pair avec la confiance.

Hypothèse 8 : La confiance est associée positivement aux rôles interpersonnels des CI.

Les rôles interpersonnels (apport de soutien et d'encouragement, confident, coach) sont plus à même d'apparaître lorsqu'un fort niveau de confiance existe (Sapienza et al., 1994). Ils sont notamment favorisés par la présomption de bienveillance qui accompagne la confiance.

Hypothèses concernant les relations entre processus et performance financière

Hypothèse 9 : La fréquence d'interaction est associée positivement à la performance.

Bien que la littérature présente sur ce point des résultats contrastés⁷, nous retenons l'hypothèse que les CI ont une valeur ajoutée vis-à-vis des entreprises, et que celle-ci est notamment liée à la fréquence d'interaction. Sapienza (1992) met en évidence une relation positive entre la valeur ajoutée des CI et la fréquence et le degré d'ouverture des interactions entre dirigeants et CI.

Hypothèse 10 : La qualité des échanges d'information est associée positivement à la performance.

Sonnenfeld (2002) indique que les conseils d'administration efficaces se caractérisent notamment par le fait que l'information y est parta-

gée de façon ouverte et que les délais de délivrance de celle-ci y sont respectés. Une information de qualité concernant l'entreprise et son environnement devrait permettre aux CI de mieux remplir leurs rôles de contrôle et de conseil vis-à-vis des dirigeants et favoriser la qualité du travail commun, aboutissant à des performances plus élevées.

Les hypothèses 11, 12, et 13 ci-après sont issues des littératures sur les groupes de travail (Guzzo et Shea, 1992) et sur les processus au sein du conseil d'administration (Forbes et Milliken, 1999 ; Sonnenfeld, 2002) :

Hypothèse 11 : L'existence de conflits cognitifs est associée positivement à la performance.

L'existence de conflits cognitifs au sein du conseil d'administration contribue à la qualité des décisions prises, car elle incite ses membres à prendre en considération et à évaluer les diverses alternatives possibles. En effet, en présence d'opinions contraires, les dirigeants sont plus incités à expliquer et à argumenter les décisions qu'ils envisagent, et parfois à les modifier.

Hypothèse 12 : Le niveau de normes d'effort est associé positivement à la performance.

Des réunions bien préparées par les membres du conseil et une participation régulière et active contribuent à la qualité du travail commun et à celle des décisions prises.

Hypothèse 13 : 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.

Hypothèses concernant les relations entre rôles des CI et performance

Hypothèse 14 : Les rôles de contrôle sont associés positivement à la performance.

⁷ Voir la section 1.2. ci-dessus.

L'hypothèse que l'intensité du contrôle exercé par les administrateurs sur les dirigeants a un impact positif sur la performance financière été largement développée et testée dans le cadre de la théorie positive de l'agence (Charreaux, 1997). Nous la retenons malgré l'existence de possibles effets contraires en cas de contrôle excessif et le caractère contrasté des résultats empiriques. Concernant spécifiquement les LBO, plusieurs auteurs considèrent que le contrôle plus étroit exercé sur les dirigeants par les actionnaires est l'un des facteurs explicatifs de l'amélioration de la performance financière qui suit un LBO (Jensen, 1989 ; Zahra, 1995).

Hypothèse 15 : Les rôles de conseil sont associés positivement à la performance.

Comme nous l'avons déjà indiqué nous faisons l'hypothèse que les CI ont une valeur ajoutée vis-à-vis des entreprises. Cette valeur ajoutée est notamment liée à leur implication dans des rôles de conseil (Gomez-Mejia et al., 1990 ; Sapienza, 1992). En dehors du cas spécifique du capital-investissement de nombreux auteurs ont souligné la valeur potentielle des conseils que peuvent apporter aux dirigeants les administrateurs externes, notamment en relation avec l'environnement de l'entreprise et la formulation de la stratégie (Westphal, 1999). Les résultats empiriques de ce dernier montrent une corrélation entre l'activité de conseil stratégique des administrateurs externes et la performance financière de l'entreprise.

Hypothèse 16 : Les rôles interpersonnels sont associés positivement à la performance.

Cette hypothèse est essentiellement issue 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 CI (Sapienza et al., 1994 ; Steier et Greenwood, 1995). Sapienza et al. mentionnent l'importance pour les CI de « ...fonctions telles que celles de motiver le management, de partager les risques psychologiques, et d'être un ami et un confident... »⁸. On peut penser que CI et dirigeants attribuent de l'importance à ces rôles car ils en attendent un impact favorable sur la performance.

⁸ Page 15 (notre traduction).

2. Le test du modèle sur les LBO réalisés en France

2.1. *L'administration de l'enquête par questionnaire*

L'enquête, administrée au cours de l'année 2001, porte sur les LBO réalisés sur des entreprises françaises au cours des années 1998 et 1999. Nous avons choisi de tester le modèle sur les LBO car, contrairement au capital-risque, ces opérations sont fréquemment l'objet d'études sur des aspects financiers ou comptables, mais ont été relativement peu explorées sous l'angle de la finance comportementale.

Les données ont été collectées auprès des CI durant la période allant de février à septembre 2001. Les LBO concernés, datant de 1998 et 1999, avaient donc été réalisés deux à trois ans avant l'enquête. Le questionnaire a été envoyé par voie postale aux dirigeants des 102 sociétés de capital-investissement (SCI) déclarant, selon l'annuaire de l'Association Française des Investisseurs en Capital, financer des opérations de transmission d'entreprise (AFIC, 2000). Neuf SCI nous ont déclaré ne pas avoir réalisé de LBO durant les années 1998 et 1999, ce qui amène la population effectivement étudiée à 93 SCI. Treize ont accepté de participer à l'enquête, soit un taux de réponse de 14 %.

L'échantillon de SCI répondantes est représentatif de la population étudiée sur le plan de la taille des équipes, du montant des capitaux gérés, de la nationalité d'origine des SCI, ainsi que de leur affiliation⁹.

Il était demandé aux destinataires qu'un questionnaire soit rempli pour chaque LBO par le responsable principal du suivi de l'investissement considéré. Nous avons collecté 38 questionnaires soit 2,9 en moyenne par SCI. On peut estimer le nombre de LBO réalisés en France en 1998 et 1999 à 466, ce qui indique que l'échantillon pour lequel les réponses des CI ont été collectées représente 8,2 % des LBO réalisés sur la période étudiée. Un taux de réponse peu élevé n'est pas inhabituel dans ce type d'enquête en France et témoigne à la fois de la confidentialité attachée au capital-investissement et de facteurs culturels (Desbrières et Broye, 2000). Nous sommes conscients des limites de la collecte de données par questionnaire (qualité du répondant, compréhension des questions, perception non uniforme des échelles utilisées...) et du fait que la complexité des relations entre CI et diri-

⁹ L'AFIC distingue trois types d'affiliation : SCI indépendantes, semi-captives, et captives.

geants, ainsi que leur caractère évolutif, ne peuvent pas être captées de façon exhaustive au moyen d'un questionnaire.

2.2. La mesure des variables

Le dispositif de réponse adopté est du type échelle de Likert symétrique à cinq points (point neutre inclus) pour l'ensemble des questions visant à mesurer les perceptions des répondants. Le questionnaire a fait l'objet de pré-tests auprès de 4 CI. Nous décrivons ci-dessous la façon dont les variables ont été mesurées¹⁰.

2.2.1. La variable expliquée : la performance financière des investissements

Afin de mesurer la performance des investissements nous avons utilisé le taux de rentabilité interne (TRI), qui est le principal critère de mesure de performance de l'industrie du capital-investissement et celui en fonction duquel les équipes de CI sont évaluées par les investisseurs qui leur apportent des fonds (Desbrières, 2001). La valeur et le TRI de chaque investissement sont l'objet d'estimations successives après le LBO, à une fréquence annuelle ou, le plus souvent, semestrielle. Ceci permet aux sociétés de capital-investissement (SCI) d'opérer des réestimations des TRI des fonds qu'elles gèrent, afin de répondre à la demande des investisseurs qui souhaitent être informés régulièrement de la performance de leurs investissements. Il a été demandé à chaque CI d'indiquer le TRI estimé de l'investissement à la date de réponse au questionnaire, selon l'estimation la plus récente disponible.

2.2.2. La variable explicative : la confiance interpersonnelle

Comme il a été indiqué ci-dessus¹¹ la confiance interpersonnelle se structure en trois types de présomptions relatives au comportement attendu du partenaire : bienveillance, cohérence, et compétence. Elle a été mesurée par une série de huit questions visant à approcher ces trois dimensions, établies à partir d'enquêtes antérieures relevant de la recherche en théories des organisations (Cummings et Bromiley, 1996), en marketing (Morgan et Hunt, 1994 ; Ganesan et Hess, 1997), ou

¹⁰ Le questionnaire utilisé est disponible sur demande à l'auteur.

¹¹ Section 1.1.

concernant spécifiquement la relation entre CI et dirigeants (Sapienza et Korsgaard, 1996). Par rapport à Sapienza et Korsgaard, seule étude que nous ayons identifiée visant à mesurer la confiance entre CI et dirigeants, mais qui présente la limite d'être principalement orientée vers la mesure de la dimension de bienveillance, nous avons introduit des items spécifiques visant à mesurer les dimensions de cohérence et de compétence.

2.2.3. Les variables médiatrices : processus et rôles des CI

Les processus

- La fréquence d'interaction. Les CI ont indiqué sur une échelle la fréquence de leurs contacts avec les dirigeants 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. Cette variable a été mesurée par deux dimensions concernant l'information relative à la marche de l'entreprise communiquée par les dirigeants aux CI (*reporting*) : le contenu de l'information et le respect des délais prévus pour la transmission.
- Les conflits cognitifs. Afin de mesurer la fréquence des conflits cognitifs, il a été demandé aux CI leur perception relative aux divergences d'opinion exprimées au cours du processus de prise de décision au sein du conseil d'administration.
- Les normes d'effort du conseil d'administration. La question mesurait la perception par les CI 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. Il était demandé aux CI d'indiquer dans quelle mesure l'ensemble des compétences des membres du conseil d'administration étaient utilisées d'une façon satisfaisante par le conseil.

Les rôles des CI

Les deux principales typologies utilisées dans les études existantes pour mesurer l'importance relative des rôles remplis par les CI dans la phase post-investissement ne se recoupent que partiellement (MacMillan et al., 1988 ; Sapienza et Timmons, 1989). Nous avons en consé-

quence élaboré pour cette enquête une nouvelle typologie de 18 rôles, qui est indiquée ci-dessous (tableau 1). Son principal apport est qu'elle permet la comparaison de l'importance respective des trois familles de rôles (rôles de contrôle, de conseil, et interpersonnels), ce qui n'était pas le cas précédemment. Il était proposé aux CI d'indiquer leur niveau de contribution à chacun des rôles indiqués, sur une échelle à cinq points (de « pas de contribution » à « contribution majeure »).

2.3. Les résultats et leur interprétation

Le tableau 1 indique les moyennes et les écarts types obtenus pour chacune des variables.

Tableau 1 – Statistiques descriptives

Variables	Moyenne (écart-type)* N=38
<i>Confiance accordée par les CI aux dirigeants</i>	4,35 (0,62)
TRI réestimé à la date de l'enquête (% annuel)	27,11 (28,67)
<i>Processus d'interaction :</i>	
Fréquence d'interaction	3,24 (0,84)
Qualité du contenu du reporting	3,84 (1,08)
Respect des délais du reporting	3,76 (1,22)
Conflits cognitifs	3,74 (1,01)
Normes d'effort	4,00 (0,90)
Utilisation des compétences	4,13 (0,67)
<i>Contribution des CI aux rôles :</i>	
<i>1-Rôles de contrôle</i>	
Revue des plans et budgets	3,34 (0,94)
Contrôle de la performance financière	3,90 (0,69)
Contrôle de la performance opérationnelle	3,34 (1,02)
Contrôle des décisions stratégiques	4,37 (0,63)
Contrôle des décisions financières	4,24 (0,75)
Contrôle des recrutements de cadres dirigeants	2,63 (1,15)
Évaluation de la performance du dirigeant	3,50 (0,86)
<i>2-Rôles de conseil</i>	
Participation à l'élaboration de la stratégie	4,03 (0,97)
Ecoute et conseil du dirigeant	4,05 (0,93)
Conseil dans le domaine financier	4,08 (0,94)
Conseil dans le domaine des ressources humaines	2,03 (0,92)
Conseil dans le domaine opérationnel	2,03 (0,79)
Conseil pour la préparation de la sortie du LBO	4,29 (1,04)
Apport de contacts avec clients ou fournisseurs	2,42 (1,00)
Apport de contacts avec experts et consultants	3,26 (0,95)
<i>3-Rôles interpersonnels</i>	
Apport d'encouragements et de soutien au dirigeant	3,92 (1,00)
Confident du dirigeant	3,87 (0,88)
Coaching du dirigeant	2,71 (1,19)

*Note : les variables ont été mesurées à l'aide d'échelles de Likert à 5 points, à l'exception du TRI réestimé qui est indiqué en %.

Un certain nombre de constats peuvent être faits à partir des données du tableau 1 :

- Ainsi que nous l’attendions le niveau de confiance accordé par les CI aux dirigeants est élevé.
- Le TRI réestimé est en moyenne de 27,1 %, ce qui le situe dans la fourchette de 26 % à 30 % requise par les SCI françaises pour des opérations de LBO, selon l’enquête de Desbrières et Broye (2000).
- La contribution des CI aux divers rôles proposés varie fortement selon les rôles. Ceux auxquels les CI contribuent le plus sont des rôles de contrôle et de conseil orientés sur les domaines stratégique et financier. Les rôles à faible contribution sont plutôt des rôles de nature opérationnelle ou liés aux ressources humaines. Notons que, comme nous l’attendions, les CI accordent une assez grande importance aux rôles interpersonnels (rôles de soutien et de confident).

Le modèle étudié est un modèle causal. Cependant la faible taille de l’échantillon n’a pas permis l’utilisation de méthodes d’analyse de causalité telles que la méthode des équations structurelles, qui nécessitent des échantillons supérieurs à 100 observations. Elle ne permet pas non plus le calcul de corrélations multiples, vu le nombre élevé de variables du modèle par rapport à la taille de l’échantillon. Nous avons en conséquence utilisé un test de corrélation non paramétrique (le test de corrélation des rangs de Spearman) qui nous a permis de tester la dépendance des variables du modèle deux à deux¹². La figure 2 présente les coefficients de corrélation obtenus. Ces résultats sont ensuite commentés.

La confiance a un impact positif sur tous les processus d’interaction

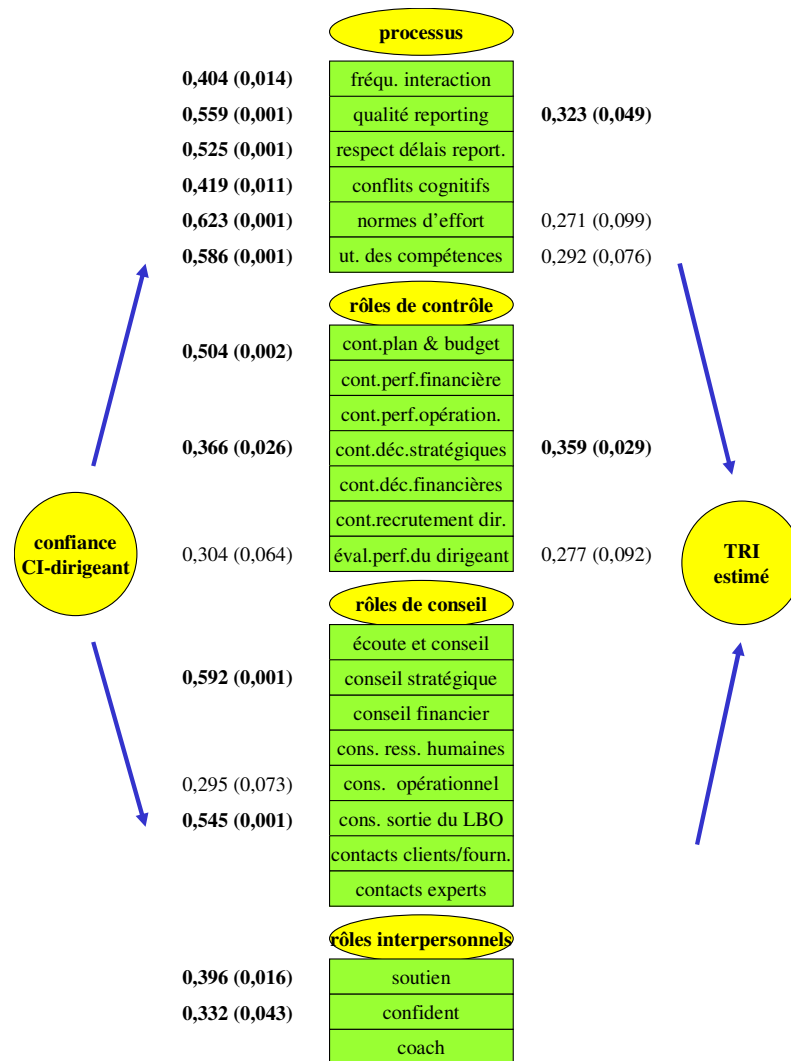
Le niveau de confiance est corrélé positivement à tous les processus, ce qui confirme l’ensemble des hypothèses H1 à H5, à l’exception de H1b.

– *Confiance et fréquence d’interaction* : les résultats indiquent une corrélation positive entre la confiance accordée par les CI aux dirigeants et la fréquence d’interaction, conformément à l’hypothèse H1a. Ainsi il ne semble pas que la confiance aille de pair avec une moindre implication des CI dans le suivi de l’entreprise. Notons qu’il est possi-

¹² Le choix d’un test non paramétrique a été dicté l’applicabilité aux petits échantillons et à divers types de données, nominales et ordinales.

ble qu'il existe également, comme nous l'avons indiqué ci-dessus, un effet causal inverse. En effet, la fréquence d'interaction peut influencer positivement le comportement coopératif des acteurs (Cable et Shane, 1997) ainsi que la prévisibilité quant aux actions du partenaire, qui est l'une des composantes de la confiance.

Figure 2 – *Corrélations entre variables du modèle (réponses des CI, N = 38)*



- *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 du *reporting* transmis par les dirigeants. Conformément à l'hypothèse H2, elle incite les partenaires à s'informer de façon ouverte et complète. Ici également un sens de causalité inverse peut être envisagé. Le fait que les dirigeants produisent un *reporting* de bonne qualité renforce probablement la confiance que leur accordent les CI en améliorant la perception de certaines de ses composantes (prévisibilité et compétence des dirigeants).
- *Confiance et conflits cognitifs* : la confiance semble favoriser l'émergence de conflits cognitifs (H3). Elle incite les partenaires, qui sont par ailleurs mieux informés, 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 (H4). Un travail plus intense est mis en œuvre par les paires au sein desquelles existe un climat de confiance.
- *Confiance et utilisation des compétences* : la confiance a un effet favorable sur l'utilisation par chacun des partenaires de ses compétences et connaissances spécifiques dans le travail commun (H5).

La confiance a un impact positif sur certains rôles des CI

Huit rôles sur un total de 18, appartenant aux trois familles identifiées, sont corrélés (positivement) au niveau de confiance interpersonnelle, ce qui confirme partiellement les hypothèses H6 à H8.

- *Confiance et contrôle* : contrairement ce qui était attendu les résultats ne mettent pas en évidence de corrélation négative entre confiance et 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 et al., 1999) mais pas, à notre connaissance, de tests empiriques, qui est que la confiance irait de pair avec une réduction du niveau de contrôle exercé par les partenaires de l'entreprise. Dans la population étudiée, ceci n'est pas confirmé : les CI qui font confiance aux dirigeants ne diminuent pas leur niveau de contrôle et, en conséquence, ne s'exposent pas aux risques engendrés par cette

réduction (être victimes plus facilement de l'opportunisme du dirigeant), mais n'en engrangent pas non plus le bénéfice (réduction des coûts de contrôle). Au contraire, trois rôles de contrôle sont corrélés positivement au niveau de confiance.

– *Confiance et conseil* : le niveau de confiance est corrélé positivement à trois des rôles de conseil, dont deux sont considérés par les CI comme très importants (cf. tableau 1), la participation à l'élaboration de la stratégie et le conseil pour la préparation de la sortie du LBO. L'implication des CI 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 CI soient bien informés de la situation de l'entreprise, d'autre part, que des échanges et du travail commun soient mis en oeuvre. De plus, on peut attendre que les dirigeants soient plus enclins à solliciter et à écouter les conseils des CI, en particulier dans un domaine aussi sensible que celui des décisions stratégiques, lorsqu'il existe entre eux des relations confiantes. On ne constate en revanche aucune corrélation entre la confiance et le rôle de conseil financier. Notre interprétation est que ce domaine est considéré, à la fois par les CI et dirigeants, comme faisant naturellement partie du domaine de compétence et d'intervention des CI. En conséquence, on peut supposer que le fait que les CI s'y impliquent fortement ne nécessite pas un degré élevé de confiance.

– *Confiance et rôles interpersonnels* : le niveau de confiance est corrélé positivement à deux rôles interpersonnels sur les trois qui ont été mesurés. L'hypothèse H8 est donc assez largement vérifiée. Une relation confiante favorise le développement des rôles interpersonnels que sont l'apport de soutien au dirigeant et celui de confident du dirigeant. Par contre, le rôle de *coach* n'est pas affecté par le niveau de confiance.

Cinq variables médiatrices entre confiance et performance sont mises en évidence

Précisons tout d'abord que nos résultats ne mettent pas en évidence de corrélation significative directe entre confiance interpersonnelle et

performance financière¹³. Parmi les variables de processus et de rôles mesurées, cinq présentent une corrélation significative avec la performance, de signe positif. Toutes ces variables sont également corrélées de façon significative à la confiance, et peuvent donc être considérées comme ayant un rôle médiateur entre confiance et performance.

– *Processus d'interaction et performance financière* : conformément aux hypothèses H10, H12, et H13, les processus suivants ont un impact favorable sur la performance financière : la qualité du *reporting*, les normes d'effort, et l'utilisation des compétences. Il semble que ces processus, qui sont la marque d'un niveau de coopération élevé entre CI et dirigeants, influent positivement sur la performance financière, et soient médiateurs entre confiance et performance. Par contre, la fréquence d'interaction et les conflits cognitifs n'ont pas d'impact sur la performance, contrairement aux hypothèses H9 et H11.

– *Rôles des CI et performance financière* : seuls deux rôles de contrôle, le contrôle des décisions stratégiques et l'évaluation de la performance du dirigeant ont une incidence sur la performance financière, ce qui valide partiellement l'hypothèse H14, et constituent des variables médiatrices entre confiance et performance. Comme indiqué ci-dessus (tableau 1), le contrôle des décisions stratégiques est le rôle pour lequel la contribution des CI est la plus forte. Son importance semble justifiée par nos résultats. On notera par contre qu'aucun rôle de conseil ou rôle interpersonnel n'a d'impact sur la performance, ce qui invalide les hypothèses H15 et H16 et semble confirmer les travaux qui établissent une faible valeur ajoutée des CI vis-à-vis des entreprises du portefeuille¹⁴. Ceci est le cas même pour les rôles pour lesquels les CI déclarent avoir une forte implication, tels que la participation à l'élaboration de la stratégie, le conseil pour la préparation de la sortie du LBO, ou le conseil dans le domaine financier. Ceci peut laisser à penser que les CI surestiment l'importance de ces rôles

¹³ Coefficient de corrélation Rho = 0,148 (p = 0,37).

¹⁴ Nous avons signalé les résultats contrastés de ces travaux dans la section 1.2.2.

Conclusion

Comme nous l'anticipions, et comme nous avons pu le constater au cours de notre expérience personnelle de capital-investisseur, les CI investissent dans le développement d'une relation confiante avec les dirigeants avant l'opération de LBO et après celle-ci. Le niveau élevé de confiance interpersonnelle dans la population étudiée en témoigne. Ceci est lié au caractère fortement dépendant de la relation entre CI et dirigeants : les CI sont 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 des dirigeants. Ainsi un LBO n'est mis en œuvre que si un niveau minimal de confiance existe au départ, et CI et dirigeants continuent à investir dans la confiance dans la phase post LBO.

Le niveau de confiance accordé aux dirigeants a un impact sur la façon dont CI et dirigeants organisent leur travail commun. La mise en œuvre des processus de travail est influencée positivement par le niveau de confiance, ce qui témoigne d'un niveau élevé de coopération, *a priori* favorable à la performance.

La confiance a également un impact sur la contribution des CI aux rôles qu'ils jouent vis-à-vis des entreprises, c'est-à-dire sur l'orientation de leur action dans la phase post-investissement, mais dans une moindre mesure que ce que nous attendions. L'impact positif de la confiance sur certains rôles de contrôle est à remarquer car il est contraire à ce qu'indique la littérature. Celle-ci laisse supposer en effet que les CI accordent aux dirigeants un espace discrétionnaire plus large en cas de confiance élevée et réduisent en conséquence leur niveau de contrôle. Ce n'est pas le cas ici. Il semble que, pour les CI, faire confiance ne veuille pas dire laisser-faire. L'enjeu, le succès du LBO, est probablement trop important pour qu'ils relâchent leur niveau de contrôle même lorsqu'ils font confiance aux dirigeants. Il semblerait ainsi que les CI utilisent la confiance pour favoriser la coopération avec les dirigeants (et maximiser les gains associés attendus : meilleure information sur la marche de l'entreprise, décisions communes mieux appropriées à la situation), plutôt que pour réduire les coûts de contrôle, ce qui correspond à ce que l'auteur a pu constater dans son vécu professionnel.

Cette étude ne met pas en évidence d'impact direct de la confiance sur la performance financière de l'investissement, mais peut laisser

supposer un impact indirect et partiel. Cinq variables médiatrices sont mises en évidence : trois variables processuelles et deux rôles de contrôle. Si la confiance a un impact sur tous les processus d'interaction et sur certains rôles, ceux-ci n'ont pas tous un impact sur la performance. La relation entre confiance et performance est complexe, et la performance est affectée par de nombreux facteurs internes et externes à l'entreprise et à l'opération de LBO, qui n'ont pas été mesurés lors de cette enquête.

Sur le plan méthodologique l'outil de mesure des différentes dimensions de la confiance entre CI et dirigeants que nous avons élaboré pourrait être utilisé à l'avenir dans d'autres travaux portant sur le rôle de la confiance en gouvernance des entreprises. Il en va de même pour les différents processus d'interaction qui ont été étudiés. Par ailleurs les niveaux de contribution des CI aux différents rôles (qui figurent au tableau 1) n'avaient pas été mesurés précédemment, à notre connaissance, spécifiquement dans le cadre d'opérations de LBO. Il serait intéressant de comparer nos résultats à ceux d'études similaires concernant le capital-risque, afin de savoir si les CI orientent leur comportement de façon différente selon le stade d'investissement.

En termes managériaux, ce travail peut donner aux CI et aux dirigeants quelques pistes pour orienter leur action. Ils ont intérêt à favoriser les processus qui ont un impact favorable sur la performance, à savoir la qualité du *reporting*, des normes d'effort élevées, et une bonne utilisation des compétences des membres du conseil d'administration. Ils ont également intérêt à s'investir dans le contrôle des décisions stratégiques et l'évaluation de la performance des dirigeants, rôle dont l'importance semble sous-estimée au vu de l'implication modérée dont font état les CI interrogés.

Le développement de relations de confiance entre CI et dirigeants peut s'avérer rentable, puisque favorisant des processus et des rôles qui ont un impact positif sur la performance. Comment créer cette confiance ? En faisant preuve de compétence, en adoptant un comportement cohérent et prévisible, et en donnant le sentiment à ses partenaires que l'on se soucie de leur intérêt. Sur ce dernier point, le contexte spécifique du capital-investissement est propice à la création d'une communauté d'intérêts entre CI et dirigeants car les mécanismes de rémunération utilisés les incitent fortement à maximiser le TRI de l'investissement, et l'horizon de temps pour atteindre cet objectif est dans une large mesure commun aux deux parties. En effet quitter le na-

vire en cours de route est pénalisant pour le dirigeant compte tenu de la non-liquidité des titres. C'est la sortie, qui intervient en général après trois à cinq ans dans les LBO, parfois plus en capital-risque, qui déclenche en cas de succès la réalisation de plus-values bénéficiant aux dirigeants et aux CI.

De nombreuses pistes pouvant permettre de prolonger cette recherche existent :

- Dans le domaine du capital-investissement, nos travaux pourraient être prolongés par des études portant sur un nombre plus élevé d'entreprises, à un niveau plurinational, et la population étudiée pourrait être élargie au capital-risque. Par ailleurs l'utilisation de méthodes qualitatives permettrait probablement de mieux comprendre la complexité des relations entre confiance, processus et rôles, et performance, en termes dynamiques et de causalité.
- Pour les entreprises cotées en bourse la mise en œuvre de méthodologies quantitatives bénéficierait probablement d'un accès plus aisé à des échantillons de grande taille ainsi que de la possibilité de mesurer la performance financière par des critères diversifiés de type comptable, financier, et boursier, en incorporant éventuellement les effets de décalages temporels.
- Plus généralement, la compréhension de la façon dont le fonctionnement du conseil d'administration influe sur la performance financière mériterait d'être mieux comprise. Cet impact est en effet indirect : les processus influent dans un premier temps sur la performance du conseil, c'est-à-dire sur la qualité des décisions stratégiques qui sont prises, et celles-ci influent dans un second temps sur la performance financière (Forbes et Milliken, 1999). Par ailleurs, les relations personnelles entre membres du conseil et les processus mis en œuvre, sur lesquels a porté de notre travail, ne sont pas les seuls éléments susceptibles d'agir sur sa performance. Les modes de rémunération des administrateurs et des dirigeants ont également une influence. À ce titre, Hillman et Dalziel (2003) ont récemment proposé un modèle intégrant la théorie positive de l'agence et la théorie de la dépendance des ressources permettant de mieux comprendre l'effet combiné, sur la performance financière, des liens de dépendance existant au sein du conseil et du mode de rémunération des administrateurs.

Un tel modèle pourrait être affiné par une prise en compte des processus.

Bibliographie

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

Allouche J. et Amann B. (1998), « La confiance : une explication des performances des entreprises familiales », *Économie et Société*, série Sciences de gestion, vol. 8-9, p. 129-154.

Barney J., Busenitz L., Fiet J. et 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. (2004), « Confiance et liens sociaux entre capital-investisseurs et dirigeants d'entreprise : conséquences comportementales et influence sur la performance financière », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne, juillet.

Brockner J. et Siegel P. (1996), « Understanding the Interaction between Procedural Justice and Distributive justice – The Role of Trust », in R. Kramer et T. Tyler. (Eds.), *Trust in Organizations - Frontiers of Theory and Research*, Sage Publications.

Cable D.M. et 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 », in G. Charreaux (éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Economica, chap. 5, p. 141-164.

Charreaux G. (1998), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Économie et Société*, série Sciences de gestion, vol. 8-9, p. 47-65.

Cummings L. et Bromiley P. (1996), « The Organizational Trust Inventory (OTI) : Development and Validation », in R. Kramer et T. Tyler (éd.), *Trust in Organizations - Frontiers of Theory and Research*, Sage Publications.

Desbrières P. (2001), « La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement*, Vuibert-Fnege, p. 361-392

- Desbrières 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.
- Dyer J. et Chu W. (2003), « The Role of Trustworthiness in Reducing Transaction Costs and Improving Performance : Empirical Evidence from the United States, Japan, and Korea », *Organization Science*, vol. 14, n° 1, p. 57-68.
- Elsass P. (2001), « Trust and Team Performance in NCAA Basketball », *The Academy of Management Executive*, vol. 15, n° 15, p. 137-139.
- Erdem F. et Ozen J. (2003), « Cognitive and Effective Dimensions of Trust in Developing Team Performance », *Team Performance Management*, vol. 9, n° 5/6, p. 131.
- EVCA – European Venture Capital Association (2000), *2000 Yearbook*, Zaventem.
- Forbes D. et 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.
- Fried V. et Hisrich R. (1995), « The Venture Capitalist : A Relationship Investor », *California Management Review*, vol. 37, n° 2, p. 101-113.
- Ganesan S. et Hess R. (1997), « Dimensions and Level of Trust : Implications for Commitment to a Relationship », *Marketing letters*, vol. 8, n° 4, p. 439-448.
- Gomez-Mejia L., Balkin D. et Welbourne T. (1990), « Influence of Venture Capitalists on High Tech Management », *Journal of High Technology Management Research*, vol. 1, n° 1, p. 103-118.
- Gorman M. et Sahlman W. (1989), « What Do Venture Capitalists Do ? », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, p. 231-248.
- Guzzo R. et Shea G. (1992), « Group Performance and Intergroup Relations inside Organizations », in M. Dunnette. et L. Hough (Eds.), *Handbook in Industrial and Organization Psychology*, Consulting Psychologist Press.
- Hillman A. et Dalziel T. (2003), « Boards or Directors and Firm Performance : Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, p. 383-396.
- Jensen M. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 67, n° 5, p. 61-75.

- Jones G. et George J. (1998), « The Experience and Evolution of Trust : Implications for Cooperation and Teamwork », *Academy of Management Review*, vol. 23, n° 3, p. 531-547.
- Lewicki R. et Bunker B. (1996), « Developing and Maintaining Trust in Work Relationships », in R. Kramer et T. Tyler (Eds), *Trust in Organizations - Frontiers of Theory and Research*, Sage Publications, p. 114-139.
- Mace M. (1986), *Directors : Myth and reality*, 2ème éd., Harvard Business School Press.
- MacMillan I., Kulow D. et Kholyan R. (1988), « Venture Capitalists' Involvement in Their Investments : Extent and Performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, p. 27-47.
- Morgan R. et Hunt S. (1994), « The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing », *Journal of Marketing*, vol. 58, p. 20-38.
- Rosenstein J., Bruno A., Bygrave W. et Taylor N. (1993), « The CEO, Venture Capitalists, and the Board », *Journal of Business Venturing*, vol. 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*, vol. 7, p. 9-27.
- Sapienza H, Amason A. et 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. et Gupta A. (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. et Korsgaard A. (1996), « Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations », *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 3, p. 544-574.
- Sapienza H. et Timmons J.A. (1989), « The Roles of Venture Capitalists in New Ventures : What Determines their Importance », *Academy of Management Proceedings*, p. 74-78.
- Shepherd D. et Zacharakis A. (2001), « The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship : Control, Trust and Confidence in Cooperative Behaviour », *Venture Capital*, vol. 3, n° 2, p. 129-149.

- Smith K., Olian J., Sims H., O'Bannon D. et Scully J. (1994), « Top Management Team Demography and Process : The Role of Social Integration and Communication », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, p. 412-438.
- Sonnenfeld J. (2002), « What Makes Great Boards Great », *Harvard Business Review*, vol. 80, n° 9, p. 106.
- Steier L. et 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.
- Tyler T. et Kramer R. (1996), « Wither trust ? », in R. Kramer et T. Tyler (Eds), *Trust in organizations - Frontiers of theory and research*, Sage Publications, p. 1-15.
- 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. et Jones T. (1999), « The Structure of Optimal Trust : Moral and Strategic Implications », *Academy of Management Review*, vol. 24, n° 1, p. 99-116.
- Williamson O. (1993), « Calculativeness, Trust, and Economic Organization », *Journal of Law and Economics*, vol. 36, p. 453-486.
- Zahra S. (1995), « Corporate Entrepreneurship and Financial Performance : The Case of Leveraged Buyouts », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, n° 3, p. 225-247.
- Zeng M. et Chen X. (2003), « Achieving Cooperation in Multiparty Alliances : A Social Dilemma Approach to Partnership Management », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 4, p. 587-606.