

# Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites

Anne STÉVENOT-GUÉRY

*Université de Nancy 2*

*Classification JEL : G32, G24 – Réception : juin 2007 ; Acceptation : septembre 2007*

*Correspondance : anne.stevenot@univ-nancy2.fr*

*Résumé* : Les recherches sur le capital-investissement (CI) en syndication s'intéressent principalement aux motifs et aux spécificités de la syndication du point de vue des investisseurs mais peu aux enjeux en termes de gouvernance et au point de vue des dirigeants. Aussi, cet article étudie les implications à la fois disciplinaires et cognitives de la syndication à partir d'une étude de onze cas d'entreprises financées par CI. Si les avantages en termes d'échanges et de création de ressources cognitives sont reconnus par certains acteurs, le principal intérêt de la syndication pour les dirigeants est de rendre plus difficile le contrôle par les CI et de leur ménager des opportunités d'enracinement en cas de conflit. Une approche socio-cognitive et comportementale de la gouvernance permet de mieux comprendre les implications de la syndication.

*Mots clés* : capital-investissement – syndication – gouvernance d'entreprise – étude de cas.

*Abstract* : Mainstream studies on the syndication of venture capital investments deal mostly with the motivation and the specificities of such syndication from an investors' point of view. Few of them are interested in its implications for governance from the managers' point of view. This paper explores both disciplinary and cognitive consequences of syndication on the basis of a qualitative study of eleven cases of firms financed by VCs. Although some investors and managers recognize the cognitive advantages of syndication, the main interest for managers is that syndication makes investors' control more difficult and thus facilitates managers' "entrenchment" strategies. The socio-cognitive analysis and the behavioural governance approach are very useful to a better understanding of the implications of VC syndication.

*Key words* : venture capital – syndication – corporate governance – case study.

Depuis plusieurs années déjà, le capital-investissement (CI) dans les entreprises en croissance non cotées fait l'objet de très nombreuses études, en particulier en Amérique du Nord, où ce mode de financement est principalement répandu, mais aussi en Europe et en France (Desbrières, 2005 ; PRF PME, 2006). Une série de travaux s'est notamment intéressée à une forme particulière d'investissement en fonds propres dans les entreprises en création ou en développement : la syndication. Dans cette configuration, deux voire plusieurs capital-investisseurs (CI) investissent dans l'entreprise aux côtés du dirigeant. En Europe, plus de 25 % des montants investis et plus de 30 % des opérations réalisées le sont dans le cadre de syndication (EVCA, 2000). Particulièrement répandues en Belgique et aux Pays-Bas, les pratiques de syndication sont moins fréquentes au Royaume-Uni, la France se situant à un niveau intermédiaire.

Jusqu'à présent, les recherches ont principalement porté sur les motivations du recours au financement par CI en syndication, considérant deux raisons majeures, l'une correspondant à la logique financière traditionnelle de partage du risque<sup>1</sup> (Admati et Pfleiderer, 1994 ; Manigart et *al.*, 2006), l'autre relevant d'une logique cognitive fondée sur l'approche par les ressources, selon laquelle la présence de plusieurs investisseurs favoriserait un partage de l'information et permettrait aux CI d'accéder à différentes compétences provenant d'autres investisseurs dans une optique de réduction de l'incertitude et des risques des projets d'investissement de l'entreprise (Wright et Lockett, 2002 ; Manigart et *al.*, 2006). On trouve avancée dans la littérature une troisième raison liée au caractère dynamique et répétitif des tours de table et des projets d'investissement qui conduisent les CI à répéter à moyen terme leurs décisions de participation. L'enjeu pour les CI est alors de se constituer une réputation auprès d'autres CI et un réseau qui donneront accès à de nouveaux projets d'investissement (Bovaird, 1990 ; Manigart et *al.*, 2006). L'ensemble de ces travaux met en évidence des facteurs de contingence liés à l'expérience et l'importance des sociétés de CI ainsi qu'au caractère plus ou moins jeune et risqué de l'entreprise financée.

Sans l'évoquer explicitement, les recherches sur la syndication suggèrent les spécificités de ce mode de financement en termes de gouver-

---

<sup>1</sup> Conformément à la logique financière traditionnelle, il s'agit pour chaque CI de réduire le montant de ses apports de manière à limiter le risque de l'investissement spécifique et à diversifier son portefeuille de participations.

nance disciplinaire et cognitive. Au-delà des motifs de la syndication, il convient alors de s'interroger sur l'efficacité de la syndication dans une logique financière traditionnelle mais aussi cognitive de gouvernance, ce qui, à notre connaissance, n'a fait l'objet que de peu d'études encore, notamment en France. En outre, si la plupart des travaux empiriques s'intéressent au point de vue des investisseurs au travers d'enquêtes pour des analyses de type quantitatif (Manigart et al. 2006), peu considèrent celui des dirigeants d'entreprises financées par CI, qui connaissent et éprouvent pourtant, au premier plan, les effets de la syndication. Aussi, il apparaît opportun d'analyser les enjeux supposés spécifiques de la syndication en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive, en prenant en compte non seulement la position des CI, mais aussi celle des dirigeants. Rappelons que, dans une perspective actionnariale, l'enjeu du système de gouvernement est le contrôle et l'orientation des décisions et actions du dirigeant de manière, pour les investisseurs, à s'assurer que leurs intérêts sont bien respectés. Dans une perspective cognitive, il s'agit de favoriser l'échange et la création de ressources cognitives qui permettront à l'entreprise de stimuler ses capacités d'innovation et sa création de valeur, l'équipe dirigeante étant la première à bénéficier des conseils et des aides des CI. Ces dimensions, loin d'être exclusives l'une de l'autre, sont au contraire complémentaires comme l'ont déjà montré plusieurs travaux (Charreaux, 2002a ; Wirtz, 2006). Notre étude s'inscrit, ainsi, dans une approche synthétique de la gouvernance. De nature exploratoire, elle a pour objectif, à partir d'un travail largement empirique, de découvrir en quoi et dans quelle mesure la syndication est un mode de gouvernance disciplinaire et cognitif spécifique, plus ou moins efficace par rapport à la participation d'un seul CI, et quelles en sont les éventuelles limites. Notre démarche est ici abductive, c'est-à-dire qu'il s'agit de mettre à jour des régularités parmi les situations observées et de proposer des explications possibles à partir de grilles de lecture existantes ou nouvelles qui devront par la suite être testées (Thiéart, 1999 ; David, 2005).

Dans un premier temps, une revue de la littérature sur la syndication a été menée afin de dresser un état des lieux des travaux sur les dimensions disciplinaires et cognitives et de préciser nos hypothèses et questions de recherche. En raison de la spécificité des objectifs ainsi définis et de notre démarche de recherche, une méthodologie qualitative d'études de cas d'entreprises financées par CI ayant eu et ayant actuel-

lement l'expérience de la syndication a été retenue. Les « dyades capital-investisseurs – dirigeant », dont les caractéristiques sont précisées à l'issue de cette première partie, ont été rencontrées à plusieurs reprises sur une durée de deux ans (1.). La deuxième partie de l'article, consacrée à la présentation et l'analyse des résultats, met en évidence des implications originales de la syndication en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive en fonction des principaux facteurs de contingence et, dans une optique synthétique, propose une réflexion sur les rapports entre ces deux dimensions (2.). La gouvernance comportementale, l'approche sociocognitive de la stratégie et la psychologie des interactions sociocognitives offrent des grilles de lecture des phénomènes observés nouvelles et riches.

### **1. L'analyse de la syndication dans la littérature sur la gouvernance des entreprises financées par CI : hypothèses de recherche et démarche empirique**

Une revue des recherches s'intéressant à la dimension actionnariale et disciplinaire de la gouvernance des entreprises financées par CI (1.1.), dimension jusqu'à présent la plus étayée et la plus validée dans la littérature, permet d'identifier un certain nombre de spécificités de l'investissement en syndication. Selon ces travaux, ces spécificités tiennent en grande partie aux conflits d'intérêts et aux problèmes d'asymétrie informationnelle entre les différents CI eux-mêmes mais ignorent largement les spécificités de la relation CI-dirigeant à proprement parler. Les études qui envisagent les enjeux de la syndication au-delà des seuls éléments disciplinaires (1.2.) considèrent l'argument cognitif principalement comme une motivation pour les CI alternative au partage des risques et secondaire. Quelques rares travaux observent la plus grande complexité du système de décision qui générerait des coûts cognitifs supérieurs, suggérant des problématiques de gouvernance spécifiques. Mais les enjeux cognitifs pour l'entreprise et son dirigeant restent largement ignorés. Aucune tentative d'analyse synthétique de la gouvernance n'est véritablement menée. À l'issue de cette revue de littérature, nos questions de recherche pourront être précisées et le choix d'une démarche empirique exploratoire d'études de cas considérant non seulement le point de vue des CI mais aussi celui des dirigeants sera justifié (1.3.).

### ***1.1. Une gouvernance disciplinaire spécifique***

L'investissement de CI en fonds propres dans l'entreprise établit une relation d'agence dans laquelle le CI actionnaire est le principal et le dirigeant l'agent, ce dernier bénéficiant d'un accès à l'information privilégié et de compétences en management supérieures. L'asymétrie d'information entre CI et dirigeant apparaît particulièrement forte dans les PME non cotées (Julien, 1997), ce qui explique notamment pourquoi les mécanismes spécifiques d'évaluation et de contrôle ont fait l'objet d'investigations particulières (Desbrières, 2001a).

La syndication de capital-investissement implique, en outre, un partage des pouvoirs de décision formels entre les CI eux-mêmes et introduit des conflits d'intérêts spécifiques entre les parties en jeu. Si l'on connaît bien les divergences qui peuvent exister en général entre l'actionnaire et le dirigeant : perceptions du risque différentes, divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants, politique de prélèvement suivie par le dirigeant et problèmes de répartition de la valeur créée (Charreaux, 1997), il ne faut pas oublier que la situation de syndication est plus complexe encore dans la mesure où les CI n'ont pas tous les mêmes comportements, les mêmes attentes, ni le même horizon d'investissement. En particulier, en France, on distingue clairement les CI dits « régionaux », organismes publics ou parapublics, souvent adossés au Conseil Régional, ou les filiales de banques régionales, des CI nationaux, indépendants, réputés moins patients, eux-mêmes soumis aux fortes exigences de leurs propres actionnaires, notamment fonds de pension anglo-saxons (Hugot, 2000 ; Stévenot, 2005).

Pour éviter un partage du pouvoir inefficace entre les CI et permettre une ligne claire de gouvernance, dans une optique de partage des risques, la syndication prévoit souvent un chef de file, qui est, en général, l'investisseur ayant le plus fort taux de participation financière dans le capital de l'entreprise (Admati et Pfleiderer, 1994 ; Wright, 2002). L'influence active est souvent réservée au chef de file. Si les informations comptables et celles concernant des événements importants sont accessibles à tous les membres de la syndication (Wright et Lockett, 2002), il est logique que le chef de file qui s'implique particulièrement dans la gestion de l'entreprise obtienne plus d'informations que les autres CI. Les membres minoritaires de la syndication peuvent ainsi souffrir d'un déséquilibre informationnel par rapport au chef de file. Aussi les accords de participation prévoient-ils les types

d'informations à communiquer aux autres partenaires ainsi que leur périodicité, afin de réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle entre investisseurs (Wright, 2002).

Au-delà des clauses contractuelles, les relations informelles peuvent également aider à instaurer la confiance entre investisseurs. En outre, le caractère dynamique des tours de table et la possibilité pour les investisseurs de se retrouver dans le cadre d'autres opérations, certains minoritaires dans les unes se retrouvant chef de file dans les autres, dissuadent en grande partie les comportements opportunistes et les risques d'aléa moral entre CI. Enfin, la menace de dommages sur les réputations individuelles et de la firme constituée, selon Wright et Lockett (2002), une plus grande incitation encore à respecter les contrats de syndication que le recours aux sanctions judiciaires en cas de litiges ou que la menace de ne plus participer à de futurs co-investissements. Il semble ainsi que les problèmes d'agence engendrés par la syndication dans les relations entre CI trouvent en large partie des solutions dans les mécanismes intentionnels (contrats) et surtout spontanés (réputation, relations informelles) pour reprendre la distinction faite par Charreaux (1997).

Mais qu'en est-il des problèmes d'agence dans les relations entre CI et dirigeant en situation de syndication ? L'existence de plusieurs investisseurs, avec ou sans chef de file, pose-t-elle des problèmes de gouvernance disciplinaire spécifiques ou, au contraire, permet-elle un meilleur contrôle des décisions et de l'action de ce dernier ? Peu de travaux ont, jusqu'à présent, posé la question en ces termes et entrepris des investigations empiriques pour y répondre. C'est pourquoi, il nous paraît nécessaire de poser notre première question de recherche : quelle est l'influence de la syndication sur l'espace discrétionnaire du dirigeant de l'entreprise financée par capital-investissement ? Cette question se décline en plusieurs points :

- La situation de syndication induit-elle un système de gouvernance actionnariale spécifique ?
- Permet-elle un meilleur contrôle des décisions et actions du dirigeant ? Si oui, en quoi ? Si non, pourquoi ?
- Si, au contraire, les capacités de contrôle des CI en syndication sont moins efficaces, en quoi et pourquoi ?
- Des implications cognitives en termes de GE suggérées mais secondaires.

La littérature sur le capital-investissement envisage pour expliquer le recours à la syndication la volonté de réduire le risque de l'investissement en bénéficiant des compétences provenant d'autres investisseurs. Cette explication, fondée sur l'approche par les ressources, suggère que le rôle des CI n'est pas seulement de donner des moyens financiers mais aussi d'apporter à l'entreprise et à son dirigeant des ressources de nature cognitive (compétences, connaissances, réseaux, techniques...) susceptibles de favoriser la création de valeur. L'influence de l'actionnaire à ce niveau se manifeste, d'une part, à travers les gains cognitifs, c'est-à-dire le supplément de valeur lié à l'apport cognitif (compétence au sens large) de l'actionnaire, d'autre part, à travers les coûts cognitifs liés aux conflits cognitifs potentiels entre l'investisseur et le dirigeant, dus notamment aux divergences des schémas mentaux ainsi qu'aux capacités du dirigeant à exploiter les nouvelles opportunités productives et à opérer la coordination des nouvelles ressources apportées par le CI (Charreaux, 2002a). Ces coûts cognitifs sont plus précisément appelés des coûts d'agence managériaux cognitifs<sup>2</sup>. Dans une perspective cognitive, la gouvernance a pour enjeu de limiter les conflits cognitifs et ainsi de réduire ces coûts cognitifs.

Les théories cognitives de la gouvernance<sup>3</sup> développées par divers auteurs (Lazonick, O'Sullivan, 1997 ; Williamson, 1999 ; Aoki, 2000 ; O'Sullivan, 2000 ; Charreaux, 2002a, 2002b, 2003) ont été appliquées à l'occasion de plusieurs recherches aux situations de financement par CI (MacMillan *et al.*, 1988 ; Sapienza *et al.*, 1996, Stéphany, 1998 ; Desbrières, 2001a, 2001b, 2005). Dans le cas de la relation capital-investisseur-dirigeant, Desbrières (2005) considère que l'enjeu est la création de connaissances à la base de l'innovation et de l'ensemble des opportunités d'investissement. L'investisseur développe la capacité du dirigeant et de l'entreprise à détecter, voire imaginer et construire

---

<sup>2</sup> Wirtz (2006) distingue trois catégories de coûts d'agence cognitifs. Les coûts de *mentoring* sont engagés pour permettre à la firme d'acquérir les compétences requises dans l'interaction avec les parties prenantes (par exemple les normes du comportement des dirigeants). Les coûts de conviction relèvent du travail de pédagogie nécessaire pour faire comprendre l'intérêt d'un projet et pour rapprocher les structures cognitives des parties prenantes (dont les actionnaires) et des dirigeants. Ces deux premières catégories sont des coûts transitoires, processuels qui doivent favoriser *in fine* les avantages cognitifs de la relation partie prenante-dirigeant. Reste le coût cognitif résiduel lié à la part d'incompréhension qui subsiste.

<sup>3</sup> Dans une perspective cognitive, le gouvernement d'entreprise est défini comme « l'ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation » (Charreaux, 2003, p. 638).

de nouvelles capacités d'investissement. Il doit, par ailleurs, protéger et même valoriser la base de ressources cognitives de l'entreprise et du dirigeant (connaissances, compétences, réputation...).

Sans réaliser de manière spécifique une étude cognitive de la gouvernance des opérations de financement par CI en syndication, Wright et Lockett (2002) observent que le degré d'interaction entre les membres de la syndication et les dirigeants de la firme est d'autant plus fort et le niveau d'implication des investisseurs minoritaires par rapport au chef de file d'autant plus élevé que le motif de la syndication est précisément d'avoir recours aux compétences des différents partenaires afin de réduire les risques et de favoriser le succès de l'opération. Mais plusieurs études concluent à un pouvoir explicatif moindre de ce motif de la syndication par rapport à la logique financière de partage des risques et de diversification de portefeuille (Wright et Lockett, 2002 ; Manigart et al., 2006), ces résultats étant très similaires selon les pays (Manigart et al., 2006). Manigart et al. (2006) observent par ailleurs que ce sont principalement les plus jeunes sociétés de CI qui souhaitent investir en syndication pour bénéficier de compétences et des connaissances de partenaires plus expérimentés ainsi que pour combler leur manque de ressources intangibles, de légitimité et de reconnaissance dans le milieu financier. Si la logique est bien ici cognitive, elle est largement centrée sur l'intérêt que ces CI trouvent dans la syndication pour eux-mêmes mais assez peu sur l'intérêt en termes de ressources cognitives pour l'entreprise et son dirigeant. Ceci est probablement dû au fait que ces études, dans leur partie empirique, considèrent essentiellement le point de vue des CI par le biais de questionnaires mais pas ou peu celui des dirigeants.

L'article de Wright (2002) est un des rares à approfondir la réflexion dans une perspective cognitive en s'intéressant au groupe décisionnel que constituent les CI en syndication et remarque les difficultés auxquelles peuvent se heurter les actionnaires en cas de désaccord. En effet, la syndication implique une coordination entre ses membres qui n'ont pas nécessairement les mêmes objectifs, les mêmes visions, ce qui peut rendre la prise de décision difficile ou excessivement longue et générer des coûts cognitifs de *mentoring*, de conviction et résiduels. C'est pourquoi il peut être nécessaire de prévoir un mécanisme permettant la prise de décision dès la rédaction des contrats lorsqu'aucun consensus n'émerge. En général, le fait que le chef de file détienne une plus grande participation justifie qu'il bénéficie « *du plus grand droit*



*résiduel sur la prise de décision* » (Wright, 2002, p. 297). Ainsi, certaines décisions peuvent être prises de manière unilatérale par le détenteur de ce droit résiduel qui peut forcer tous les autres membres de la syndication à se soumettre à ces décisions et se contenter de notifier la décision pour information aux partenaires minoritaires à l'aide de ce que l'on nomme les « *come along letters* »<sup>4</sup>. Mais l'existence de ces règles qui octroient le pouvoir de décision à l'investisseur majoritaire semble limiter sensiblement les capacités réelles de discussion et d'échange entre CI en vue de la création de ressources cognitives et de valeur.

Ceci étant, il faut bien comprendre que, dans un cadre à plusieurs périodes, où les CI sont amenés à se retrouver pour d'autres tours de table ou d'autres opérations, dans des configurations de pouvoir différentes, jouer de sa position dominante pour forcer ses partenaires à agir contre leur gré est à utiliser avec parcimonie. Wright (2002) souligne ainsi la complexité persistante du système de décision malgré les contrats visant à sa simplification. Le fait qu'il demeure finalement difficile de couper court à toute discussion et d'imposer une décision de manière unilatérale réhabilite ainsi l'enjeu cognitif de la syndication et invite à une analyse spécifique des mécanismes cognitifs à l'œuvre au sein du groupe décisionnel (création et échange de ressources cognitives, conflits cognitifs et résolution de ces conflits).

Ceci nous conduit à formuler notre deuxième question de recherche : en quoi et dans quelle mesure la syndication permet-elle l'échange et la création de ressources cognitives pour une capacité de création de valeur par l'entreprise supérieure ? Là encore, il est nécessaire de considérer non seulement le point de vue des CI mais aussi celui du dirigeant et de l'entreprise. Plusieurs questions jusqu'ici largement inexplorées découlent de cette interrogation principale :

- En quoi la syndication favorise-t-elle la création de ressources cognitives nouvelles pour l'entreprise et son dirigeant ?
- La complexité du groupe décisionnel engendrée par la syndication pose-t-elle problème en termes d'échange et de création de ressources cognitives ? Si oui en quoi ?

---

<sup>4</sup> Wright (2002) cite l'exemple où le chef de file souhaite forcer les autres CI à céder leurs participations parce qu'il a reçu une offre pour la firme financée et qu'il souhaite y répondre favorablement.

– Quels sont les mécanismes de gouvernance cognitive qui permettent de réduire les coûts cognitifs et de favoriser les échanges et la création de ressources cognitives en situation de syndication ?

### ***1.2. Le choix d'une démarche qualitative d'étude de cas***

Afin d'apporter des éléments de réponses aux questions de recherche posées précédemment, une démarche exploratoire, de nature abductive, à partir d'une étude qualitative de cas d'entreprises financées par CI, a été retenue. Ce choix présente d'autant plus d'intérêt que la plupart des travaux dans ce domaine sont de nature quantitative (Jungwirth et Moog, 2004 ; Manigart et *al.*, 2006). Cette méthode présente en outre trois spécificités qui conviennent à l'objectif de notre recherche (Yin, 1990) : 1) la visée de l'étude de cas est compréhensive et contextualisée ; 2) l'analyse des processus sous-tend cette démarche de recherche ; 3) enfin, la description approfondie de la situation, qui repose sur la multiplicité des données observées et le décryptage de dimensions ou de variables pertinentes, peut conduire le chercheur à reconnaître des régularités dans le processus et à identifier des séquences ou des phases qui le caractérisent. En particulier, nous avons retenu une étude de cas multi-sites pour laquelle le choix de l'échantillon requiert une attention particulière (Huberman et Miles, 1996 ; Stake, 1995).

L'étude de cas multi-sites implique la constitution d'un échantillon théorique. Les cas sont choisis pour des motifs non pas statistiques mais théoriques, en fonction de plusieurs critères d'échantillonnage (Hlady Rispal, 2002). La sélection des sociétés de CI et des entreprises étudiées, qui a nécessité une première phase pré-exploratoire, s'est efforcé de respecter ces critères (tableau 1). Précisons toutefois que l'échantillon a été constitué dans le cadre d'une étude plus large relative aux relations capital-investisseur(s)-dirigeant, pour laquelle une partie était consacrée aux problématiques de syndication.

Parmi les investisseurs rencontrés, deux sont des « régionaux » intervenant en minoritaires sur des opérations dans des entreprises en création ou en phase de développement ; les deux autres sont des CI « nationaux » qui prennent des participations majoritaires dans des entreprises à des stades de développement avancés, le plus souvent dans le cadre d'opérations de LBO. Ces derniers sont des investisseurs indépendants dont les actionnaires sont essentiellement des fonds anglo-

saxons. Ils sont nommés par la suite SCI3 et SCI4. Une des sociétés de CI régionales est filiale d'une banque (SCI2) ; l'autre, largement financée par le Conseil Régional, est un organisme semi-public dont la mission est de favoriser le développement économique local (SCI1).

**Tableau 1 – Les critères d'échantillonnage théorique**

Critères d'échantillonnage théorique	Implications	Degré d'exigence	Présence dans l'étude
Représentativité théorique	Homogénéité des cas du point de vue de la question à étudier ou des entités examinées	Indispensable	Oui : Entreprises en croissance du secteur industriel (ou services à l'industrie) ayant toutes eu ou ayant des expériences de syndication.
Variété	Recherche de cas très différents les uns des autres (secteurs, stades de développement, modes relationnels...)	Indispensable si étude de cas multi-sites à visée de génération de théorie	Oui : 2 investisseurs régionaux, 2 investisseurs nationaux ; situations économiques et financières différentes, profils des dirigeants différents selon les entreprises
Équilibre	Recherche d'un échantillon de cas offrant une variété équilibrée de situations différentes	Souhaitable	
Potentiel de découverte	Sélection de cas riches en données sur le phénomène à l'étude, où les acteurs sont ouverts à une démarche d'investigation en profondeur	Indispensable	Oui
Prise en compte de l'objectif de recherche	Sélection différente selon objectif recherché : test, génération de théorie, validation de théorie	Logique	Oui Objectif de la recherche : illustrer, vérifier la plausibilité des propositions théoriques et découvrir des récurrences en vue d'une génération théorique

Un premier contact avec les directeurs de ces sociétés de CI a permis l'accès à des entreprises de leurs portefeuilles de participations. Les onze entreprises interrogées appartiennent au secteur industriel (ou services à l'industrie) et se trouvent à des stades de développement relativement avancés (produit(s) commercialisé(s), entreprise en croissance) afin de respecter une certaine homogénéité des cas. Mais ces entreprises diffèrent par leur situation économique et financière, la répartition du capital entre CI et dirigeant ainsi que par les profils et les ex-

périences antérieures des dirigeants. Elles ont toutes connu plusieurs expériences de capital-investissement aux stades de développement antérieurs ou d'autres actionnaires dans le capital (industriels par exemple). Ceci permet au dirigeant une analyse plus générale et des comparaisons selon les investisseurs et les situations. Elles ont, ont eu ou ont au moins envisagé le recours à des CI en syndication pour financer leur développement. Les caractéristiques des entreprises sont présentées de manière synthétique en annexe 1.

Deux entretiens ont été répétés au bout d'un an et demi auprès des quatre directeurs de participations des sociétés de capital-investissement citées précédemment et des onze dirigeants des entreprises appartenant à leurs portefeuilles de participations. Une analyse longitudinale est particulièrement pertinente pour ces questions de gouvernance (Wirtz, 2006). Les entretiens ont été intégralement retranscrits et ont fait l'objet d'une analyse thématique de contenu cas par cas puis transversale (Huberman et Miles, 1991 ; Thiétart, 1999). Une telle présentation thématique et transversale des résultats répond à l'objectif de l'étude de cas multi-sites qui est de découvrir les aspects récurrents et de distinguer les éléments de contingence entre les cas. Les *verbatim* retenus dans l'analyse qui suit illustrent les principaux résultats obtenus.

## **2. Les enseignements de l'étude empirique des enjeux de la syndication : vers une analyse synthétique, contingente et élargie de la gouvernance**

Dans les cas considérés, les CI régionaux interviennent de façon quasi systématique en syndication pour une raison principale qui est le partage des risques, conformément à ce que suggère la littérature (Wright et Lockett, 2002 ; Manigart et *al.*, 2006), c'est-à-dire pour diversifier leur portefeuille tout en limitant leur prise de responsabilité dans le suivi de ces entreprises. Toutefois, même s'ils ne le présentent pas comme un motif majeur, les CI régionaux reconnaissent l'intérêt en termes d'échange et de création de ressources cognitives pour le dirigeant et son entreprise d'avoir plusieurs investisseurs au lieu d'un seul, notamment pour les plus jeunes. Les CI nationaux rencontrés, qui interviennent souvent seuls, en majoritaires, présentent la syndication davantage comme une contrainte que comme un choix de leur part, liée

à l'obligation d'une diversification minimale de leur portefeuille et aux moyens financiers parfois insuffisants pour financer des opérations de LBO d'entreprises à des stades de développement déjà avancés.

Ce qui est plus intéressant et plus original, c'est d'observer que ce sont au moins autant les dirigeants que les CI qui choisissent le financement par plusieurs CI au lieu d'un seul. Leurs motivations sont clairement exprimées. Le premier intérêt avancé dans les discours est souvent d'ordre cognitif (2.1.). Toutefois, les limites de l'intérêt cognitif de la syndication laissent à penser qu'il ne s'agit pas de la raison fondamentale (2.2.). En effet, bien qu'elle ne soit pas la première citée, la principale raison pour laquelle les dirigeants préfèrent ce mode de financement relève bien plus d'une question de pouvoir (2.3.).

Pour analyser et comprendre ces données empiriques, plusieurs cadres d'analyse peuvent être utilement mobilisés. Il apparaît notamment pertinent d'élargir le cadre juridico-financier classique, principale référence jusqu'ici, à l'analyse du comportement du dirigeant au travers de la théorie de l'enracinement. Le cadre de la gouvernance cognitive peut également être enrichi par le recours aux approches sociocognitives de la stratégie et à la psychologie des interactions sociocognitives qui expliquent les mécanismes à l'œuvre dans la formation des cognitions individuelles et collectives des acteurs du groupe décisionnel (notions de consensus et de conflits sociocognitifs). Ces enrichissements des approches disciplinaires et cognitives amorcent une analyse comportementale de la gouvernance (Charreaux, 2005), qui prend en compte l'existence de biais comportementaux, de nature cognitive ou émotionnelle, non rationnels<sup>5</sup>, qui influent sur les gains et les coûts d'agence et cognitifs et ainsi conditionnent l'efficacité des mécanismes de gouvernance.

### ***2.1. Des avantages en termes d'échange et de création de ressources cognitives : le discours des acteurs***

Plusieurs dirigeants considèrent que la présence de différents investisseurs peut être utile pour l'échange de points de vue, l'élaboration de

---

<sup>5</sup> Il faut comprendre la notion de rationalité employée ici non pas dans son acception commune (car les biais comportementaux peuvent suivre une logique, avoir une certaine rationalité) mais telle que l'entend l'économie néoclassique traditionnelle : il s'agit d'une rationalité parfaite, substantielle des individus, égoïstes et sans faille dans

scénarii stratégiques et venir les aider dans leurs prises de décisions. Le dirigeant de Pharmacie, qui possède une minorité de blocage au capital (35 %) et qui avait volontairement plusieurs CI à ses côtés lors du premier entretien, apprécie d'avoir des avis variés sur les différentes décisions. Dans ce schéma de répartition de pouvoir, le dirigeant favorise la discussion, les échanges entre les actionnaires qui jouent alors uniquement un rôle consultatif, de conseil, auprès du dirigeant :

*« Aux conseils d'administration, même si, moi avec mes amis, nous avons le contrôle, je ne suis jamais à proposer quelque chose en disant aux investisseurs : « ah, ah, ah, vous pouvez voter contre, vous savez qu'à la fin c'est quand même nous qui décidons ». Non, jamais, les choses sont ouvertes, extrêmement ouvertes. Je n'ai jamais de cas clairs dans lesquels j'avais en face un groupe homogène d'investisseurs. C'est tellement vrai que dans les conseils d'administration, j'élargis même le cercle à des investisseurs qui ne sont pas administrateurs. Et je considère leurs positions comme si c'était un vote. Ils n'ont aucune espèce d'obligation de le faire, pas la moindre. [...] Et s'ils ne sont pas d'accord, je prends leurs désaccords en compte même s'ils n'ont même pas à être invités en fait. Parce que je me rends compte qu'en fait on n'a pas un investisseur en face, on en a cinq principaux, et sur tel ou tel sujet ils vont avoir des sensibilités différentes. Et il est extrêmement important qu'autour de la table, on discute d'un sujet, je vais être d'accord avec un investisseur ou deux, un troisième investisseur va être complètement en désaccord avec son collègue de BNP Paribas ou du Crédit Agricole, il peut y avoir des collègues qui n'ont pas d'opinions... Vous voyez, et on avance de cette façon là » (DPharmacie-E1)<sup>6</sup>.*

Le dirigeant précise ce rôle joué par les administrateurs et les actionnaires lors des réunions :

*« Il y a les administrateurs qui ont des idées, des projets et je me sers effectivement de mes administrateurs comme des tests, des « decision-making partners ». Je lance : « J'ai eu telle ou telle discussion avec telle entreprise, ils proposent telle solution : comment vous réagissez ?,*

---

leur volonté d'appliquer les décisions arrêtées, dont les comportements « idéaux » sont efficaces au sens de Pareto (Charreaux, 2005).

<sup>6</sup> L'identifiant des *verbatim* des dirigeants se compose de deux éléments : le nom du dirigeant de l'entreprise (ici DPharmacie) et le numéro de l'entretien (E1 : premier entretien, E2 : second entretien). Pour les CI, l'identifiant se compose de deux éléments : le nom de la société de Capital Investissement à laquelle appartient le représentant interrogé (ici SCI2) et le numéro de l'entretien (E1 : premier entretien, E2 : second entretien). Dans le cas de SCI2, une distinction est faite lors du second entretien entre le directeur (DSCI2-E2) et la chargée d'affaire (CAsCI2-E2).

*vous le voyez comment ? Dites-moi ». Parfois, ils disent des bêtises, parfois, ils donnent des éclairages auxquels je n'ai pas forcément pensé. Puis, après je décide et je deviens plus directif en disant : « Voilà, on fait ça » » (DPharmacie-E1).*

Le groupe décisionnel constitué principalement des CI et du dirigeant s'inscrit dans une logique cognitive de la gouvernance et de la création de valeur. Pour mieux comprendre ces aspects, les approches sociocognitives de la stratégie constituent une grille d'analyse pertinente (Stévenot, 2005). Ces approches s'intéressent précisément à la formation des représentations individuelles et collectives dans les interactions entre les membres du groupe décisionnel en contexte d'action selon les mécanismes de consensus et de conflit sociocognitifs. Le consensus sociocognitif désigne l'ensemble des éléments partagés au sein d'un groupe (représentations, valeurs communes) et leur saillance, c'est-à-dire la force de leur expression et l'adhésion qu'ils suscitent. Il constitue une « *réponse spécifique, produite en collaboration au cours des débats entre les membres du groupe et proche des valeurs qu'ils partagent* » (Moscovici et Doise, 1992, p. 25). Le conflit sociocognitif naît quand plusieurs options ou idées incompatibles sont proposées au sein d'un groupe, en particulier en situations de décisions dédiées à la formulation de choix. Ce conflit est social dans la mesure où chaque sujet conçoit et défend sa position en public, face aux autres membres du groupe (Moscovici et Doise, 1992). La thèse initiée par Doise et Mugny (1981) soutient que la confrontation de différents points de vue favorise le déclenchement du progrès cognitif chez les participants à l'interaction. L'expérience du dirigeant de Pharmacie illustre parfaitement cette théorie.

Selon l'approche sociocognitive, le processus de formation des décisions en groupe dépend, d'une part, de la complexité sociocognitive du groupe décisionnel, d'autre part, de la structure et des règles de fonctionnement du groupe (Ginsberg, 1990). La complexité sociocognitive du groupe dépend elle-même du degré de variété et de divergence des positions et du niveau d'enjeu pour les acteurs. Les règles de fonctionnement du groupe ont également une influence importante, notamment sur la force d'intégration des positions différentes (Ginsberg, 1990) : plus les relations formelles et régies par des règles strictes, moins l'intensité et la fréquence des relations sont élevées car telle est la vocation de ces règles, et moins le groupe est disposé à intégrer les positions minoritaires (Doise et Moscovici, 2003). La stratégie du diri-

geant de Pharmacie de favoriser les discussions spontanées dans un cadre assoupli favorise alors, selon cette théorie, l'expression et la prise en compte des positions minoritaires (effet dit de « polarisation »).

Non sans rapport avec le caractère formel des règles, les rapports de pouvoir au sein du groupe constituent le deuxième principal facteur qui détermine la formation du consensus. En psychologie des interactions sociocognitives, on distingue les relations symétriques des « *relations asymétriques* » (Winnykamen, 1990). Cette terminologie correspond aux situations dites « *expert-novice* ». L'expert possède une connaissance et/ou une expérience que ne possède pas le novice. Ce type de relation favorise un processus d'apprentissage fondé sur l'imitation ou la tutelle. Les capital-investisseurs sont censés apporter au dirigeant de nouvelles compétences et connaissances. Dans le cas où le dirigeant est plus expérimenté, le phénomène d'apprentissage est moins important ou, en tout cas, limité à certains domaines spécifiques, tels que le domaine financier (Stévenot, 2005). On peut également inverser dans ce cas la relation et considérer que le dirigeant est l'expert (de son entreprise, de son secteur d'activité) et le capital-investisseur le novice. Dans cette perspective, on observe une autre forme d'apprentissage, dit « *effet-tuteur* », selon lequel le fait d'expliquer au novice (le CI) permet au tuteur (le dirigeant) de mieux structurer son activité cognitive par rapport à la tâche. Ceci lui permet de développer ses capacités métacognitives, c'est-à-dire l'invite à exercer un recul critique sur ses propres connaissances et savoir-faire (Sorsana, 1999). Le dirigeant de Pharmacie explique très bien ce phénomène :

*« Convaincre, c'est faire un effort de pédagogie, d'explication pour d'autres. Mais convaincre, c'est souvent aussi faire un effort sur soi-même parce que si les choses étaient aussi simples, aussi lumineuses que ce que je pouvais penser, les gens seraient convaincus naturellement, d'accord ? Souvent je me rends compte qu'ils ne sont pas convaincus pour des raisons, bonnes ou mauvaises, auxquelles je n'avais pas pensé. Et les convaincre qu'ils ont tort, c'est aussi, pour moi, faire un effort de réflexion complémentaire » (DPharmacie-E1).*

Les dirigeants, comme celui de Pharmacie, utiliseraient ainsi la syndication comme un groupe de discussion qui permet d'établir un consensus afin de conforter ses choix et où les positions divergentes sont encouragées, afin de favoriser un conflit sociocognitif constructif. Le dirigeant de Pharmacie offre les conditions pour intégrer les positions minoritaires, au sens où le conçoivent Doise et Moscovici (2003).



Mais, il ressort de notre étude que ce sont principalement les dirigeants qui disposent d'une majorité ou d'une minorité de blocage, comme celui de Pharmacie, qui se disent prêts à ouvrir le débat et favoriser les échanges, et l'expression des positions divergentes au sein du groupe décisionnel, assurés que la décision leur appartient en dernier lieu. On découvre plusieurs limites aux avantages cognitifs de la syndication.

## **2.2. *Les limites des avantages cognitifs de la syndication : les difficultés éprouvées par les acteurs***

L'analyse des entretiens met en évidence un certain nombre d'obstacles aux avantages cognitifs de la syndication. L'intégration des positions divergentes apparaît en réalité limitée pour plusieurs raisons (2.2.1.). En outre, il existe des conflits entre investisseurs de même type (2.2.2) et, plus encore, de types différents (2.2.3.) qui génèrent des blocages à l'échange cognitif. Ces conflits relèvent, au-delà des conflits d'intérêts et des oppositions de compétences ou de schémas cognitifs au sens strict, de logiques de pouvoir et révèlent parfois l'existence de biais comportementaux qui induisent des logiques perverses et irrationnelles.

### *2.2.1. Les limites de l'intégration des positions divergentes et du phénomène de polarisation*

Le fait que le dirigeant conserve le contrôle et le pouvoir de décision *in fine*, lorsqu'il est majoritaire ou, au moins, qu'il dispose d'une minorité de blocage face à des CI minoritaires, présente l'avantage de pouvoir éviter que la situation ne s'enlise et qu'aucune décision ne parvienne à être prise. Mais l'existence d'un *leader* peut limiter la réelle prise en compte des positions minoritaires.

D'après le directeur de SCI2, l'investisseur minoritaire doit lui-même chercher à établir un consensus entre les investisseurs ou avec d'autres partenaires traditionnels de l'entreprise (expert-comptable, commissaire aux comptes) s'il veut que sa position soit écoutée et suivie par le dirigeant :

« Si vous, en tant qu'investisseur financier vous avez une position qui est un petit peu marginale ou originale, vous ne serez pas retenu dans votre proposition, ce que l'on peut comprendre. Par contre, si le dirigeant constate que les trois financiers qu'il a à ses côtés sont en phase, voire que d'autres partenaires comme son expert-comptable, son com-

*missaire aux comptes abondent dans le sens des financiers, votre jugement a nettement plus de force, même si le dirigeant est majoritaire » (SCI2-E1).*

Ainsi, en syndication, le consensus entre investisseurs est souvent nécessaire aux investisseurs minoritaires pour être entendus par le dirigeant.

En outre, le système de décision est complexe et tributaire des coalitions, des ententes entre les membres et avec le dirigeant, qui peuvent être systématiques ou variables selon la question de débat. Dans les cas étudiés, les relations entre investisseurs et dirigeants et entre investisseurs en syndication sont souvent conflictuelles. On peut citer le directeur de SCII qui souligne cet aspect :

*« [Les relations sont] très très conflictuelles. En permanence, on doit gérer des situations qui sont extrêmement tendues, d'une part, avec le dirigeant, d'autre part, avec les confrères investisseurs à nos côtés. Même si c'est toujours soft en apparence, par-dessous c'est plus tendu » (SCII-E2).*

La complexité du système dépend non seulement du nombre d'actionnaires mais aussi et surtout des parts relatives du capital qu'ils détiennent. Les rapports de pouvoirs qui conditionnent le fonctionnement du groupe en syndication et la coopération en dépendent. Ces résultats rejoignent les analyses de Wright (2002) qui soulignait la nécessité d'une coordination entre les investisseurs en situation de syndication.

### 2.2.2. Des conflits entre investisseurs de même type

Si les conflits sociocognitifs sont en théorie bénéfiques à la création et à l'échange de ressources cognitives, ils apparaissent en pratique difficile à réguler et aboutissent, faute de mécanisme de gouvernance cognitive efficace, à des situations de blocage et des tensions qui menacent les fondements même de la coopération, d'autant plus qu'ils s'accompagnent souvent de conflits d'intérêts et de pouvoirs. Une première catégorie de conflits concerne les CI de même type. Ils concernent essentiellement le moment de la sortie et le prix de sortie ; ils relèvent principalement de conflits d'intérêts.

Le directeur de SCI3 évoque les problèmes qui peuvent se poser entre les investisseurs au moment de la sortie. Les clauses du pacte empêchent le débouclage sans l'accord de tous les signataires :

« Il y en a qui n'ont pas le même timing. Moi, ça m'est arrivé une fois. On discutait la sortie. Il y avait deux autres fonds puis le type ne voulait pas sortir parce que c'était leur job. Si on vendait, ils n'avaient plus de job » (SCI3-E2).

Dans le cas de Rondelle, il y a eu un conflit entre les investisseurs lors du montage d'un LBO et de la négociation sur la valorisation. L'investisseur, DSCI1, explique :

« C'est [SCI2] qui a eu l'idée de cette opération d'OBO et ils sont partis sur une base de valorisation qui ne me convenait pas. Moi, j'étais actionnaire de [Rondelle] et ils partaient sur une base de valorisation qui ne me convenait pas. On discute, on négocie fermement. [Le dirigeant], lui, comme il n'a pas le même prix d'achat, était assez d'accord sur le prix qui était proposé. Mais, [...] moi, je n'étais pas d'accord. Et j'ai dit « Moi, je ne ferai pas l'opération ». Donc, moi, avec mes 20 % je bloquais le système. Donc je l'ai bloqué un bout de temps dans la négociation. Et on n'est pas arrivé à trouver un schéma. Moi, j'ai eu l'idée de faire appel à [SCI SP] pour créer un contre-feu. [SCI SP] s'est engouffré dans la brèche en trois jours. On leur a apporté le truc tout fait et en fait ils ont éliminé [SCI2] » ; « Mais moi, je défendais mes intérêts. Et là [SCI2] n'a pas été subtile avec moi. Ils ont essayé de m'éliminer. Ben oui, le but de l'opération c'était ça. Mais ça on ne m'élimine pas comme ça. Il faut se lever plus tôt que ça » (SCI1-E2).

Lors du second entretien, le dirigeant de Rondelle confirme ce scénario. Ceci a posé un problème au dirigeant qui a eu l'impression d'être pris en otage par SCII et contraint par ce dernier de suivre un comportement qui le mettait mal à l'aise vis-à-vis de la banque, partenaire de longue date :

« [SCI2] s'est sentie évincée. Ça a terni un peu nos relations » ; « En fait, il y avait deux actionnaires minoritaires, il y en avait forcément un qui se faisait squeezer, c'était soit [SCI2], soit [SCII]. J'ai considéré que [SCII] étant mon partenaire de la première heure, à la création de l'entreprise, il était normal que je le favorise lui. Ça a été mal perçu par [SCI2] » (DRondelle-E2).

Les conflits d'intérêts observés ici, qui suivent une logique financière, actionnariale, prennent le pas sur les logiques cognitives d'échange et de création de ressources cognitives pour l'entreprise, en particulier au moment clé de la relation CI-dirigeant, c'est-à-dire lors de la sortie ou de la négociation de nouveaux tours de table. En pareilles situations, il ne semble pas que les contrats, la crainte de représailles lors des opérations futures, ni les enjeux de réputation aient l'effet dissuasif avancé par Wright et Lockett (2002).

### 2.2.3. Des conflits entre CI régionaux et CI nationaux

Une autre limite aux avantages cognitifs de la syndication réside dans les conflits entre CI de profils différents. Il ressort de l'étude que les CI régionaux, captifs ou semi captifs, filiales de banques ou adossés à des organismes publics, et les CI indépendants nationaux collaborent difficilement en situation de syndication, partagent peu d'information, s'appuient sur des réseaux différents et parallèles et se trouvent souvent en conflit dans les comportements, les attentes et les visions stratégiques. On observe ici, souvent, l'existence de biais comportementaux tels que la volonté d'affirmation de l'appartenance à des groupes socioéconomiques différents.

Par principe, il apparaît que les investisseurs régionaux et nationaux ne s'apprécient pas. Le directeur de SCI1 témoigne d'une attitude condescendante des nationaux à l'égard des régionaux :

*« A partir du moment où il y a un parisien et des régionaux, le parisien se sentira supérieur aux régionaux... Là non plus ça ne me choque pas. Ce qui m'intéresse moi, c'est les résultats. L'autre phénomène qui jouera c'est un phénomène de prestige. Si par exemple, on a ses bureaux dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement, pour le dirigeant, c'est mieux que de les avoir rue X à [ville de province]. Vous voyez, ce que je veux dire... Même si on apporte un peu la même chose » (SCI1-E2).*

Les investisseurs régionaux estiment que les nationaux s'octroient des droits et des priorités de principe :

*« On a des comportements différents. On a des comportements plus humbles » (SCI1-E2).*

En termes de résultats, les exigences des investisseurs régionaux sont moins élevées :

*« On a probablement des exigences moindres. Et c'est une relation un peu différente » (SCI1-E2).*

En tant qu'investisseur national, SCI3 tire un portrait assez critique du comportement des investisseurs régionaux et exprime leurs différences d'intérêts. Ceci a conduit l'investisseur à sortir de certaines participations :

*« Fonds régionaux, moi, j'aurais tendance à dire qu'il y aurait un aspect un peu politique. Développement régional, bon, il faut développer la région, bon. [...] Je les trouve très...très...administratifs. Notre mé-*

*tier, c'est quand même du capital actionnaire donc il faut faire des plus-values, et on n'a pas à rougir à l'annoncer. C'est comme ça. Je me rappelle une fois, ils disaient : « nous, actionnaires de long terme,... ». Ca ne tient pas la route. Personne ne peut dire ça. Ce ne sont que des phrases... Nous, les fonds régionaux, on ne les voit pas. [...] Eux-mêmes sont salariés et donc ils ne sont pas intéressés à la plus-value, alors comment est-ce qu'ils peuvent avoir le même intérêt que le management ? Ils ne peuvent pas. Eux, ce qu'ils veulent c'est avoir une belle histoire à raconter et puis pas trop d'embêtements. Il y a une fois un deal qui nous a été apporté par un fonds régional dans le sud-ouest, c'était une catastrophe. On s'est retrouvé en deux semaines dans une espèce de problème politique ! On en est sorti en courant ! » (SCI3-E1).*

Investisseurs comme dirigeants reconnaissent que les CI nationaux privilégient une logique financière par rapport à une logique plus industrielle des CI régionaux, souvent plus en phase avec les préoccupations des dirigeants et exercent une pression aux résultats plus importantes que les seconds :

*« Ce qui change c'est la motivation profonde des gens qui forcément va influencer un moment donné sur la stratégie de l'entreprise. Les nationaux voient quand même plus à court terme, plus financier, les autres voient au niveau développement de l'entreprise, avec derrière bien sûr des attentes un peu financières, mais plus développement des entreprises » (DPuce-E1).*

Les dirigeants observent particulièrement ces tensions entre les investisseurs régionaux et nationaux. Le dirigeant de Puce, par exemple, témoigne :

*« Ils n'ont pas d'infos sur les nationaux. Ce ne sont pas les mêmes sphères. Ils ne s'apprécient pas beaucoup d'ailleurs » (DPuce-E2).*

Le directeur de SCI2 confirme avoir connu des syndications mettant en présence ces deux profils d'investisseurs qui se sont mal passées :

*« C'est souvent le cas quand vous avez des investisseurs de profils différents. Par exemple, quand vous avez des régionaux et des nationaux » (DSCI2-E2).*

Dans un tel esprit de conflit de principe, CI régionaux et CI nationaux ne sont pas disposés à une collaboration productive.

Le cas de l'entreprise Puce illustre les risques pour le processus stratégique de conflits entre ces investisseurs. Le directeur et la chargée d'affaires de SCI2 expriment très clairement ces oppositions entre les investisseurs de profils différents dans le cas de Puce :

« Il y a eu une totale divergence sur la stratégie à suivre » ; « Lorsque les financiers régionaux sont entrés dans ce dossier, c'était un dossier de création, donc on a partagé la première période avec ses bonheurs et ses petites déceptions ou ses retards à l'allumage. On était dans un groupe financier minoritaire à la différence du tour suivant où sont entrés des financiers nationaux majoritaires. Il y a déjà eu là du point de vue du dirigeant une approche différente entre les deux groupes financiers [...] Les relations entre actionnaires ont été perturbées un moment donné, à tel point que les investisseurs nationaux avaient pensé aller jusqu'à remercier le dirigeant contre notre avis. Donc le dirigeant pouvait se sentir un peu conforté par ce groupe financier régional qui continuait à lui faire confiance malgré les difficultés » (DSCI2-E2).

La chargée d'affaires de SCI2 explique que les conséquences de ces conflits ont nuit à l'entreprise :

« Ca a posé un réel problème dans la définition de la stratégie et les choix de gestion de l'entreprise à très court terme. Le dirigeant ne se sentant plus à la tête de son entreprise a décidé de faire nommer un mandataire ad hoc, a sollicité le tribunal de commerce pour résoudre ce conflit entre son conseil de surveillance et le directoire qu'il présidait parce qu'il y avait un antagonisme pas tant entre les CI et lui mais entre les CI qui faisait que l'entreprise ne pouvait plus fonctionner ».

L'entreprise a déposé le bilan quelques semaines plus tard.

Face à ces divergences et ces situations de conflits potentiellement dangereuses, le dirigeant de Contrôle estime qu'il est préférable pour l'entreprise de n'avoir qu'un seul investisseur, car la multiplicité nuit à la prise de décision et génère de la confusion dans la mesure où les différents acteurs n'ont pas les mêmes représentations, des objectifs à atteindre et de la manière de les atteindre :

« Si vous vous mettez du point de vue de l'entreprise, c'est mieux d'en avoir un. Parce qu'il vaut mieux avoir une mauvaise décision que pas de décision. [...] Ca génère de la confusion. Chacun se cache derrière l'autre. Personne ne prend de décision...même s'il y a un majoritaire » (DContrôle-E1).

Le dirigeant explique avoir vécu cette situation où il y avait huit investisseurs. Il qualifie la situation de « conseil de l'indécision » (DContrôle-E1). Les coûts de *mentoring* et de conviction sont d'autant plus élevés que les CI sont nombreux et le risque de coûts cognitifs résiduels important.

La situation de syndication présente aussi des inconvénients du point de vue des CI. *A fortiori* lorsqu'ils sont minoritaires, ils peuvent

craindre de perdre le contrôle de la situation : « *ils jouent presque au loto* », lance le dirigeant de Contrôle (DContrôle-E1). Il explique que SCI3 a changé sa stratégie de prendre des tickets minoritaires précisément pour cette raison : « *ils en ont eu marre d'être sur le banc de touche* » (DContrôle-E1). Le directeur de SCI3 confirme ne plus faire d'investissement minoritaire en syndication à cause des conflits d'intérêts et des jeux de pouvoir entre investisseurs : « *Là ça gamberge quand il y a trois, quatre financiers. Puis, il y a des jeux de pouvoir...* » (SCI3-E2).

Les conflits d'intérêts et les rapports de pouvoir entre CI limitent le gain cognitif de la syndication et génèrent, au contraire, des coûts cognitifs résiduels élevés. Ils rendent difficile la prise de décision et mettent en danger les entreprises les plus fragiles, en particulier lorsque la syndication met en présence de CI aux profils différents. En ce sens, la syndication introduit une problématique de gouvernance cognitive spécifique. Mais, là encore, les mécanismes de gouvernance intentionnels ou spontanés (contrats, négociation, chantage à la réputation ou encore recours à l'intervention d'un tiers comme un mandataire *ad hoc*) sont souvent impuissants à aligner les schémas cognitifs et à résoudre les conflits dans une perspective constructive pour l'entreprise.

### **2.3. *Un intérêt de la syndication fondamental pour les dirigeants : opportunités d'enracinement et logiques de coalition***

Même s'il n'est pas toujours celui cité en premier lieu, l'argument fondamental en faveur de la syndication avancé en particulier par les dirigeants minoritaires est l'opportunité qu'elle leur offre d'élargir leur espace discrétionnaire en profitant des conflits entre CI pour imposer leurs propres choix. C'est la célèbre tactique du « *diviser pour mieux régner* » (2.3.1.). Les possibilités d'établir des coalitions au sein du groupe décisionnel en situation de syndication constituent une stratégie supplémentaire d'enracinement pour le dirigeant en cas de conflit par rapport à la situation où il se trouve seul face à un unique actionnaire majoritaire (2.3.2.).

#### **2.3.1. « *Diviser pour mieux régner* »**

Selon le dirigeant de Transport, la syndication est un avantage ou un inconvénient pour le dirigeant selon la représentation qu'il a du pou-

voir. Tandis que certains y voient plutôt des difficultés et des lourdeurs de gestion supplémentaires, pour un dirigeant fondateur ou un dirigeant d'entreprise familiale, la syndication représente un avantage en termes de pouvoir. En termes de contrôle du capital, la syndication peut constituer une solution pour les dirigeants qui n'ont pas les capacités financières d'être majoritaires mais qui ne veulent pas perdre le pouvoir ou subir de la part de l'investisseur une pression trop forte. En effet, avec une minorité de blocage et plusieurs actionnaires plus petits, donc moins puissants, le dirigeant peut s'assurer un certain pouvoir. C'est la stratégie présentée par le dirigeant de Pharmacie lors du premier entretien :

*« Ils sont majoritaires à plusieurs sans l'être parce que, de par les statuts, de par les accords, avec nos 35 %, nous contrôlons. Donc effectivement ils ont la plus grosse part du gâteau mais nous avons le contrôle de par les statuts » (DPharmacie-E1).*

Le dirigeant de Pharmacie explique qu'il s'agissait d'une stratégie délibérée de sa part :

*« je ne voulais pas remplacer mes deux gros actionnaires industriels d'avant par un autre gros machin, qui s'appelle BNP ou Crédit Agricole. Donc il a fallu trouver des solutions dans lesquelles on puisse morceler les prises de participation. Ca c'était extrêmement important » (DPharmacie-E1).*

Un dirigeant même majoritaire qui tient à minimiser le pouvoir des investisseurs même minoritaires peut préférer avoir plusieurs CI qu'un seul. C'est le cas du dirigeant de Transport qui explique avoir préféré plusieurs investisseurs plutôt qu'un seul pour prendre les 20 % du capital restant lors du second LBO en 2002. On observe ici la prédominance du besoin de s'assurer le pouvoir au-delà même de ce qui est strictement nécessaire pour un dirigeant profondément attaché à son entreprise dont la logique est largement passionnelle<sup>7</sup>.

Par ailleurs, en syndication, un investisseur prend la direction du pool d'investisseurs. Cette notion de chef de file peut avoir des connotations plus psychologiques que dans le sens où on l'entend généralement, et s'inscrit dans un rapport de forces. L'analyse de la gouver-

---

<sup>7</sup> Le cas de Location illustre cette logique passionnelle : le dirigeant de l'entreprise reconnaît avoir forcé l'accord de ses CI, au départ opposés au rachat d'une entreprise, « pour le principe », puis, une fois cet accord obtenu, n'avoir pas mené l'opération (DLocation-E1). Les coûts de conviction engagés par le dirigeant ont été élevés et, ce, d'autant plus qu'ils ont été largement inutiles. En ce sens, ils ne sont pas « rationnels ».



nance doit se faire alors dans une perspective comportementale. Il s'agit pour l'investisseur de se faire valoir auprès du dirigeant pour obtenir ses faveurs par rapport aux autres investisseurs :

*« Il y a toujours un financier qui veut être une sorte de leader. [...] Ca se manifeste ainsi : vis-à-vis du dirigeant –c'est un phénomène que je constate– il y en a toujours un qui veut montrer au dirigeant qu'il a des compétences supérieures aux autres » (SCI1-E2).*

Il existe alors une compétition entre les investisseurs à ce niveau dont le dirigeant peut tirer parti :

*« le dirigeant qui est habile voit tout de suite ça et en joue » (SCI1-E2).*

L'investisseur SCI2 confirme également que le fait d'être dans une syndication renforce le pouvoir du dirigeant :

*« On ne lui sert pas l'argument au départ mais dans les faits il s'en rend compte, c'est vrai. [...] Il n'y a pas de situation extrêmement défavorable au dirigeant comme il peut le craindre au départ » (DSCI2-E2).*

Le dirigeant de Papier affirme, quant à lui, que cela est même présenté comme un argument par certains investisseurs qui cherchent à entrer au capital. L'important est de n'en avoir aucun qui soit majoritaire à lui seul :

*« C'est vrai que si vous écoutez les vieux de la vieille du capital risque, ils vous diront : « Laisse-nous entrer dans le capital parce que plus tu pourras partager les choses entre plusieurs, plus tu seras maître chez toi » » (DPapier-E1).*

Pour conserver le pouvoir, en cas de conflits menaçants pour le dirigeant, SCI1 considère que la syndication avec des investisseurs régionaux et, éventuellement nationaux, est préférable, mais surtout qu'il faut éviter de faire entrer un investisseur international au capital :

*« Ce que je conseillerais à un dirigeant, c'est déjà de diviser pour régner, ça, ça me paraît évident. La grosse erreur serait de s'allier avec un investisseur international puissant » (SCI1-E2).*

La syndication relève donc pour les dirigeants, minoritaires en particulier, d'une stratégie du « diviser pour mieux régner » souvent reprise par les acteurs interrogés eux-mêmes. La volonté exacerbée de garder leur indépendance et leur pouvoir constitue un biais comportemental qui permet d'expliquer certaines stratégies de financement. Ce biais relève d'un phénomène de réactance psychologique chez les diri-

geants, défini comme un mouvement de réaction lié au sentiment négatif de perte d'indépendance et qui se traduit par une résistance à l'influence, à l'autorité et qui vise le recouvrement de sa liberté (Brehm, 1966 ; Doise et *al.*, 1991).

### 2.3.2. *La logique de coalition : une stratégie d'enracinement éprouvée en cas de conflit*

Parmi les approches récentes de la gouvernance d'entreprise, certaines reconnaissent et s'intéressent au comportement actif des dirigeants face aux actionnaires : il s'agit des théories de l'enracinement initiées par Shleifer et Vishny (1989). S'enraciner pour un dirigeant signifie conserver ou augmenter son pouvoir de contrôle et éviter, le cas échéant, le limogeage. L'enracinement est à la fois cause et conséquence du pouvoir du dirigeant. C'est parce que le dirigeant a du pouvoir qu'il peut déployer des stratégies visant à échapper au contrôle de l'investisseur. Ce faisant, il accroît encore son pouvoir dans l'entreprise face à l'investisseur. Il existe différentes stratégies d'enracinement que l'on peut les regrouper selon deux mécanismes principaux : l'investissement dans des actifs spécifiques que maîtrise le dirigeant et l'établissement de contrats implicites avec les partenaires internes (salariés) et externes (clients, fournisseurs, banques...) (Parrat, 1999).

En situation de syndication, comme on l'a vu précédemment, les intérêts des investisseurs ne sont pas nécessairement les mêmes ; ils dépendent du type de capital-investisseur, du sujet mais aussi du moment de la relation. Des alliances peuvent se créer entre investisseurs et dirigeant ou entre investisseurs. Si les théories de l'enracinement n'envisagent pas explicitement cette configuration, ces coalitions constituent une forme de contrats implicites entre les parties en jeu utilisée par les dirigeants pour élargir leur latitude managériale. Les approches sociocognitives du groupe décisionnel se sont intéressées à ces mécanismes de coalition. La coalition peut se définir comme « *l'union de deux ou plusieurs individus face à un ou plusieurs adversaires* » (Touzard, 1977, p. 66). La psychologie sociale s'est particulièrement intéressée aux groupes de trois personnes pour étudier les processus de formation des coalitions. Le passage de la dyade à la triade assure un changement radical dans les relations, beaucoup plus important que de la triade à des groupes plus nombreux (Marc et Picard, 1989).

Les principaux travaux sur la question identifient trois types de fonctions que peut jouer le tiers introduit dans la dyade : une fonction de médiateur qui implique de privilégier le groupe en tant qu'entité plutôt que les individus ; une fonction de « *tertius gaudens* » dont le but est de détourner un conflit entre les deux autres membres à son profit ; une fonction de « despote » qui utilise le conflit pour assurer son propre pouvoir. Selon Caplow, soit les éléments sont liés entre eux de façon permanente et contraints d'agir ensemble tout au long de la relation, soit les liens se manifestent de manière provisoire, pour un intérêt précis sans que les autres coalitions ne soient jamais exclues, soit la situation est dite « terminale » car chacun préférerait être seul mais la coalition se fait à contrecœur dans un but agressif ou défensif (Marc et Picard, 1989).

Lorsque des conflits émergent entre dirigeant et capital-investisseurs ou entre capital-investisseurs, des coalitions peuvent se former pour infléchir les positions adverses. D'une part, le dirigeant peut chercher à tirer parti de la situation de conflit entre les investisseurs et jouer le rôle de « *tertius gaudens* » ou utiliser le conflit pour accroître son pouvoir et imposer ses décisions (fonction de « *despote* »). D'autre part, des coalitions peuvent apparaître entre un ou plusieurs capital-investisseurs et le dirigeant contre les autres. Si l'on suit les travaux de Caplow, on doit considérer pour étudier la formation des coalitions les rapports de forces entre les éléments et les situations qui les font évoluer. Concernant les situations, on se trouve, dans le cas des rapports entre investisseurs et dirigeant, soit en présence d'une situation « *épisode* » soit d'une situation « *terminale* », c'est-à-dire que les coalitions sont appelées à disparaître lorsque le but est atteint ou le danger passé.

Le dirigeant de Contrôle confirme l'efficacité de la stratégie de coalition pour élargir la latitude managériale :

« [Le fait d'avoir plusieurs investisseurs], ça veut dire qu'en tant que management, vous faites ce que vous voulez... » (DContrôle-E1).

Le directeur de participations de SCII souligne les qualités du dirigeant de Transport pour utiliser cette stratégie de coalition dans le cadre de la syndication :

« Un exemple c'est [le dirigeant de Transport]. C'est quelqu'un qui est d'une habileté redoutable. Il sait très très bien jouer un financier contre l'autre, de façon très habile » (SCII-E2).

Le dirigeant reconnaît qu'il est possible de s'appuyer sur l'un pour forcer la main de l'autre :

*« C'est sûr. C'est souvent des feelings d'homme à homme. Ça peut être un moyen de passage »* (DTransport-E1).

Le dirigeant de Papier explique lors du second entretien avoir, lui aussi, utilisé cette stratégie :

*« Au moment où vous endettez plus une société par rapport à des plans dans lesquels vous pensez pouvoir faire votre développement sans endettement, c'est sûr que ça peut être une zone de conflit parce qu'une entreprise plus endettée dans un LBO, ça veut dire qu'elle vaut moins cher. [...] [Les investisseurs n'étaient pas unanimes], il y avait des zones de divergence. [Je me suis appuyé sur ces divergences, un petit peu quand même évidemment, vous êtes obligé] »* (DPapier-E2).

En cas d'opposition de la part d'un investisseur, s'il estime avoir raison, le dirigeant de Papier se dit prêt, afin de s'enraciner et pour résoudre le conflit, à rallier certains investisseurs à sa cause et ainsi créer une coalition contre l'investisseur en opposition avec lui :

*« Ce que j'essaierais déjà, c'est de les diviser. [...] supposons qu'une banque soit achetée par une autre et qu'elle veuille se débarrasser d'une ligne de portefeuille et que je vois qu'il y a quelqu'un qui cherche à mettre des cactus un peu partout à chaque fois qu'on est en réunion. Dans ce cas, j'essaierais de persuader les autres qui s'en rendraient compte que la majorité, c'est eux plus moi contre cette personne. Aujourd'hui, il n'y en a aucun tout seul qui possède la majorité à 51 %. Je pense que j'arriverai à convaincre les deux autres »* (DPapier-E1).

L'investisseur SCI3 reconnaît également que les dirigeants utilisent ces conflits entre investisseurs pour faire passer des décisions, s'appuyant sur les uns contre les autres :

*« Ça c'est remarquable. Mais on leur dit : « Si vous étiez aussi bons avec les clients et les fournisseurs que vous l'êtes avec les actionnaires pour les manipuler, il n'y a pas de problème, ce serait le jackpot, allez-y ! »... Ils se rendent compte qu'il n'y a pas forcément les mêmes intérêts entre actionnaires financiers »* (SCI3-E2).

Le dirigeant de Papier est le seul à trouver une restriction à cette stratégie : il peut être difficile de créer le conflit entre deux actionnaires, si ceux-ci ont des intérêts interdépendants par ailleurs, s'ils sont présents notamment dans d'autres sociétés. La crainte de représailles peut conduire certains à s'incliner et à éviter le conflit :

« Si je voyais que je n'y arrive pas parce qu'ils se rencontrent dans d'autres sociétés, ce qui arrive et qu'en fait, sur mon dos, ils faisaient des attaques coordonnées, qu'est-ce que je ferais ? » (DPapier-E1).

Pour le dirigeant de Contrôle, cette stratégie d'enracinement est néfaste pour l'entreprise :

« Je ne crois pas que ce soit réellement bien pour l'entreprise » (DContrôle-E1).

Cela permet au dirigeant de se soustraire au contrôle des investisseurs. En outre, bien souvent, cela ralentit encore le processus de prise de décision.

Au regard des études de cas, en situation de syndication, le dirigeant dispose ainsi d'une stratégie d'enracinement supplémentaire par rapport à la situation où un seul CI est au capital qui consiste à diviser les investisseurs et à établir des coalitions. Deux cas favorables au dirigeant se présentent : soit le dirigeant tire parti de la confusion pour réduire les capacités de contrôle des investisseurs et imposer ses choix, soit il obtient le soutien d'une majorité pour imposer les décisions. Ce constat conduit plusieurs dirigeants à préférer recourir à plusieurs investisseurs plutôt qu'à un seul et, si possible, de profils différents et conduit même certains CI, qui investissent en minoritaire, en syndication, à présenter cet argument aux dirigeants des entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir. Non seulement cette stratégie d'enracinement aurait une incidence en termes de coûts d'agence puisque, du point de vue de l'actionnaire, elle permet au dirigeant d'étendre sa latitude managériale, mais elle génèrerait aussi des coûts cognitifs résiduels supplémentaires<sup>8</sup>. Cette stratégie qui s'inscrit dans une logique disciplinaire de la GE se développe au détriment de la logique cognitive d'échange et de création de ressources cognitives entre CI et dirigeant (conflits de pouvoir, ralentissement du processus de décision, freins aux discussions, visions court-termistes prédominantes...). Cette volonté d'enracinement correspond parfois à une logique de réactance psychologique : en situation d'opposition avec un ou plusieurs CI, le dirigeant, attaché à son indépendance et son pouvoir, a le sentiment que sa liberté est menacée et s'applique à recouvrir cette liberté, à

---

<sup>8</sup> On peut penser que les coûts de *mentoring* et de conviction engagés par le dirigeant, dans cette disposition d'esprit, sont moindres dans la mesure où il n'a pas ou peu la volonté de faire jouer la logique cognitive de la GE. Mais il en découle des coûts cognitifs résiduels supérieurs.

étendre son espace discrétionnaire. Il s'en suit un durcissement disciplinaire de la part des CI qui accroît encore la réactance du dirigeant et engage les parties dans le cercle vicieux du conflit. Peu de mécanismes de gouvernance disciplinaires ou cognitifs permettent de dépasser le conflit qui trouve en général pour issue la sortie d'un ou plusieurs CI ou la faillite de l'entreprise. Seule, l'interdépendance des intérêts des CI dans d'autres affaires ou leur crainte de représailles dans de futurs tours de table, peut limiter les possibilités pour le dirigeant d'opposer les CI les uns aux autres et de compter sur les conflits entre CI pour en tirer parti et imposer ses décisions.

## **Conclusion**

Ces dernières années, de nombreux travaux, principalement anglo-saxons, se sont intéressés à la syndication comme configuration spécifique de financement par CI qui réunit au capital d'une entreprise plusieurs investisseurs au lieu d'un seul. Les récentes études se sont en particulier intéressées aux raisons qui poussent les CI à choisir ce mode d'investissement. Si l'argument financier traditionnel de partage des risques et de diversification de portefeuille est privilégié, un autre argument, qui repose sur l'approche fondée sur les ressources, est avancé. Il s'agirait pour le CI de réduire le risque de l'investissement en recourant aux compétences, aux réseaux, à la réputation des autres CI, parfois plus expérimentés. Mais la plupart de ces études s'intéressent au point de vue des CI, sans véritablement considérer celui des dirigeants. Pourtant les dirigeants sont également concernés par le choix de recourir à plusieurs CI plutôt qu'à un seul pour financer leur projet. Il est alors au moins autant légitime de s'interroger sur leurs motivations à ce niveau et de chercher à comprendre les intérêts et inconvénients de la syndication pour eux.

Dans une perspective synthétique de la gouvernance, il s'agit de se demander, d'une part, quelle est l'influence de la syndication sur l'espace discrétionnaire du dirigeant de l'entreprise financée par capital-investissement, d'autre part, en quoi et dans quelle mesure la syndication permet l'échange et la création de ressources cognitives pour une capacité de création de valeur par l'entreprise supérieure. Pour mieux comprendre ces aspects, une méthode qualitative d'études de onze cas d'entreprises financées par CI confrontées à des situations de

syndication a été conduite à partir d'entretiens répétés avec non seulement les investisseurs mais aussi les dirigeants. Cette démarche empirique originale et exploratoire a permis de mettre en évidence des aspects de la relation capital-investisseurs-dirigeant encore mal connus. Selon une logique abductive, cet article propose des grilles de lecture approfondies et nouvelles pour comprendre les éléments observés.

La syndication est un mode de gouvernance actionnariale et cognitive spécifique. La complexité sociocognitive du groupe décisionnel capital-investisseurs-dirigeant est accrue, ce qui augmente les conflits d'intérêts et cognitifs. Les conflits dans les objectifs et les moyens pour y parvenir, et plus fondamentalement les valeurs, opposent non seulement les dirigeants aux investisseurs mais aussi les investisseurs entre eux lorsqu'ils investissent en syndication, en particulier, lorsqu'ils sont de profils différents.

Comme l'envisage la psychologie des interactions sociocognitives appliquées aux décisions stratégiques en groupe et comme le disent certains dirigeants et CI, l'existence de représentations divergentes peut favoriser les progrès cognitifs et la découverte de solutions innovantes et pertinentes. Mais cet effet positif apparaît largement limité aux situations où le dirigeant est majoritaire ou détient une minorité de blocage lui assurant le pouvoir de décision en dernier lieu et où la situation économique et financière de l'entreprise est satisfaisante pour les CI, c'est-à-dire dans un contexte où aucune pression disciplinaire particulière n'est exercée sur le dirigeant. Dans ces conditions, les dirigeants apprécient les avantages cognitifs de la syndication qui favoriserait l'échange et la création de ressources cognitives nouvelles. Plus que d'un apprentissage direct en dehors des questions strictement financières, les dirigeants rencontrés, pour la plupart expérimentés dans leur métier, profitent de « l'effet-tuteur », c'est-à-dire d'être obligés de formaliser et d'approfondir la réflexion stratégique en cherchant à convaincre les CI qui opposent des contre-arguments.

En revanche, lorsque le dirigeant est minoritaire et/ou qu'il a le sentiment que son espace discrétionnaire est menacé par les CI, les logiques de pouvoir prennent le dessus et l'on observe un certain nombre de biais comportementaux de nature à influencer les gains et les coûts disciplinaires et cognitifs de la syndication. Dans ces conditions, la syndication devient souvent problématique et plus coûteuse d'un point de vue à la fois disciplinaire et cognitif que la situation où un seul CI est présent au capital de l'entreprise. Ceci confirme la nécessité de ré-

gles de gouvernance spécifiques dans ces situations conflictuelles déjà signalée par Wright (2002). En effet, en pareille situation, la syndication, surtout si elle comprend investisseurs régionaux et nationaux, offre un espoir de brèche au dirigeant minoritaire qui peut tenter d'en tirer parti. Ce dernier utilise les coalitions comme stratégie d'enracinement face aux CI : soit le dirigeant tire parti de la confusion pour réduire les capacités de contrôle des investisseurs et imposer ses choix, soit il obtient le soutien d'une majorité pour imposer les décisions. Ceci conduit les dirigeants qui n'ont pas les moyens financiers d'être majoritaires à privilégier autant que possible le financement en syndication plutôt que le recours à un seul CI. Pour limiter cette faille dans la gouvernance actionnariale en syndication, les investisseurs doivent, autant que possible, s'assurer d'une certaine compatibilité de leurs objectifs et d'une capacité d'entente pour éviter les conflits entre eux pouvant nuire au contrôle du dirigeant mais aussi à une collaboration productive véritablement fructueuse. Le choix de la syndication pour les CI doit tenir compte, au-delà des aspects financiers et cognitifs, de ces risques de gouvernance. Le tableau 2 propose une synthèse des résultats pour les différentes approches de la gouvernance en fonction des principaux facteurs de contingence identifiés.

Si cette étude offre un éclairage original sur les situations de syndication dans la littérature sur le capital-investissement et montre l'intérêt de recourir à des cadres d'analyse approfondis et renouvelés (gouvernance disciplinaire, cognitive, comportementale, approches sociocognitives de la stratégie et psychologie des interactions sociocognitives), elle constitue une première étape, exploratoire, et appelle d'autres recherches, en France mais aussi à l'étranger pour des comparaisons internationales et une validation empirique sur un plus grand nombre de cas dans le cadre de travaux quantitatifs. En outre, certains résultats obtenus sont peut-être liés au fait que les entreprises étudiées sont à des stades de développement avancés et que leurs dirigeants sont déjà expérimentés. Ces aspects sont en effet déterminants dans les relations CI-dirigeants, en particulier, pour les enjeux de la syndication comme l'ont montré plusieurs études du point de vue des CI (Manigart *et al.* 2006 ; Wirtz, 2006). Ces limites constituent autant de pistes de recherche pour l'avenir.



**Tableau 2 – Les principaux enjeux de la syndication en termes de gouvernance en fonction des facteurs de contingence identifiés**

Facteurs de contingence		Gouvernance actionnariale disciplinaire	Gouvernance cognitive	Gouvernance comportementale
Parts relatives au capital des CI par rapport au dirigeant	Dirigeant majoritaire (éventuellement détenant une minorité de blocage)	Pas de contrôle direct possible de l'action et des décisions du dirigeant. Le dirigeant a le pouvoir. Coûts d'agence potentiellement élevés pour les CI. Seuls mécanismes de GE : réputation et jeu à plusieurs coups (enjeux pour le dirigeant dans des tours de table futurs).	Expression des positions divergentes possibles (conflit socio-cognitif constructif possible), gain cognitif potentiel.	
	Dirigeant minoritaire	Contrôle théorique des CI mais stratégies d'enracinement du dirigeant : logique du diviser pour mieux régner et logique de coalition. Coûts d'agence potentiellement élevés pour les CI => Les dirigeants minoritaires préfèrent la syndication à un seul CI au capital.	Coûts cognitifs (résiduels) élevés, gains cognitifs faibles : la logique de création de valeur par l'échange et la création de ressources cognitives s'efface derrière les conflits de pouvoir et d'intérêts individuels.	Exacerbation des biais comportementaux : prédominance pour le dirigeant du besoin d'élargir son espace discrétionnaire, réactance psychologique. Influence potentiellement négative sur les dimensions actionnariales et cognitives.
Nombre élevé de CI au capital		Difficultés de contrôle pour les CI ayant les plus faibles parts : coûts d'agence élevés, peu de mécanismes de gouvernance efficaces pour eux.	Coûts cognitifs (de <i>mentoring</i> , de conviction et résiduels) généralement plus élevés (« conseil de l'indécision ») : perte de temps, difficultés d'alignement des schémas cognitifs accrues...	
Profils des CI	CI de même type	Risques de conflits entre CI principalement liés au moment de la sortie et à la valorisation escomptée.	Schémas cognitifs relativement proches (même logique d'investissement) : coûts cognitifs moindres, échanges et création de ressources cognitives possibles. Remarque : Proximité et entente généralement plus grandes entre CI régionaux et dirigeants sur les objectifs et les moyens de la stratégie.	
	CI de types différents (régionaux et nationaux)	Conflits d'intérêts entre CI accrues. Oppositions dans les stratégies de gouvernance disciplinaire à suivre : opportunités d'enracinement supplémentaires pour le dirigeant.	Coûts cognitifs (de <i>mentoring</i> et résiduels) élevés : difficultés d'alignement des schémas cognitifs, peu d'échanges d'informations entre CI, réseaux différents et parallèle.	Existence de biais comportementaux entre CI : volonté d'affirmation de l'appartenance à des groupes socioéconomiques différents, recherche de position privilégiée dans les rapports avec le dirigeant... Influence négative sur les dimensions actionnariales et cognitives.

Profil du dirigeant	Dirigeant fondateur de l'entreprise, personnellement attaché à son entreprise	Coûts d'agence élevés, stratégies d'enracinement du dirigeant permanentes et fortes. Mécanismes de gouvernance disciplinaire plus ou moins efficaces selon la part relative des CI au capital par rapport au dirigeant.	Faibles gains cognitifs : échange et création de ressources cognitives faibles en raison du comportement du dirigeant fermé aux CI.	Biais comportementaux chez le dirigeant déterminants : volonté d'indépendance prédominante, réactance psychologique du dirigeant forte face au contrôle et aux conseils des CI. Influence sur la gouvernance disciplinaire et cognitive.
	Dirigeant expérimenté	Possibilités d'enracinement (investissement dans des actifs spécifiques et établissement de contrats implicites) supérieures => coûts d'agence potentiellement supérieurs.	Apprentissage direct du dirigeant au contact des CI faible et limité aux questions financières. Gains cognitifs possibles grâce à l'« effet tuteur ».	Biais comportementaux potentiellement plus marqués : volonté d'indépendance, réactance psychologique...
Santé financière et économique de l'entreprise insatisfaisante pour les CI ou mauvaise		Logique disciplinaire de gouvernance renforcée et dominante. Recherche par le dirigeant de stratégies d'enracinement accrues : coûts d'agence élevés.	Logique cognitive de la gouvernance affaiblie et secondaire. Conflits cognitifs souvent exacerbés => coûts cognitifs (de conviction et résiduels) élevés, faibles gains cognitifs.	Exacerbation des biais comportementaux éventuels.
Maturité de la relation de CI (proximité de la sortie ou non)		Logique actionnariale dominante : vision court-termiste des CI et enjeu de répartition de la valeur prioritaires. Conflits d'intérêts accrus entre CI et avec le dirigeant.	Logique cognitive de création de valeur par l'échange et la création de ressources cognitives faible. Peu de gains cognitifs.	Exacerbation des biais comportementaux en cas de conflit d'intérêts.

## Bibliographie

- Admati A. et Pfleiderer P. (1994), « Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists », *Journal of Finance*, p. 371-402.
- Aoki M. (2000), « Information and Governance in the Silicon Valley Model », in X. Vives (Ed.), *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, p. 169-195.
- Brehm J.W., 1966, *A Theory of Psychological Reactance*, Academic Press.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*, Economica.
- Charreaux G. (2002a), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 77-107.
- Charreaux G. (2002b), « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.
- Charreaux G. (2003), « Le gouvernement d'entreprise », in J. Allouche (Coord.), *Encyclopédie des ressources humaine*, Vuibert, p. 628-641.

- Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale » Une réflexion exploratoire », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, p. 215-238.
- David A. (2005), « Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas », *Revue Sciences de Gestion*, n° 39, p. 139-166.
- Desbrières P. (2000a), « La relation de capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales », in G. Charreaux (Dir.), *Images de l'investissement*, Vuibert, FNEGE, p. 361-392.
- Desbrières P. (2001b), « Le capital-investissement », *Banque & Marchés*, n° 51, mars-avril, p. 40-45.
- Desbrières P. (2005), « La relation entre CI et firmes financées : Gouvernance actionnariale ou gouvernance cognitive », Colloque sur la Gouvernance, Mons, mai.
- Doise W. et Moscovici S. (2003), « Les décisions en groupe », in S. Moscovici (Dir.), *Psychologie Sociale*, p. 213-228.
- Doise W., Deschamps J.C. et Mugny G. (1991), *Psychologie Sociale Expérimentale*, Armand Colin, 2<sup>ème</sup> éd.
- Doise W. et Mugny G. (1981), *Le développement social de l'intelligence*, InterÉditions.
- EVCA (European Venture Capital Association) (2000), *Rapports annuels et études particulières*.
- Ginsberg A. (1990), « Connecting Diversification to Performance : A Sociocognitive Approach », *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, p. 514-535.
- Hlady Rispal M. (2002), *La méthode des cas. Application à la recherche en gestion*, De Boeck Université.
- Huberman A.M. et Miles M.B. (1991), *Analyse des données qualitatives*, De Boeck Université.
- Hugot J.B. (2000), *Le guide des sociétés de capital-investissement*, Les Éditions du Management, 3<sup>ème</sup> éd.
- Julien P.A. (Dir.) (1997), *Les PME : bilan et perspectives*, GREPME, Economica, 2<sup>ème</sup> éd.
- Jungwirth C. et Moog P. (2004), « Closing the Gap or Enlarging the Pool : How Venture Capitalists Differ in their Syndication Motives ? », Working Paper n° 23, University of Zurich.
- Lazonick W. et O'Sullivan M. (1997), « Finance and Industrial Development. Part I : The United States and the United Kingdom », *Financial History Review*, vol. 4, p. 7-29.

- MacMillan I., Kulow D. et Khoylian R. (1988), « Venture Capitalists' Involvement in their Investments : Extent and Performance », *Journal of Business Venturing*, January, vol. 4, n° 1, p. 27-48.
- Manigart S., Lockett A., Meuleman A., Wright M., Landström H., Bruining H., Desbrières P. et Hommel U. (2006), « Venture Capitalists' Decision to Syndicate », Pre- and Post-Print documents, halshs-00078062\_v1, HAL, CCSD.
- Marc E. et Picard D. (1989), *L'interaction sociale*, PUF.
- Moscovici S. et Doise W. (1992), *Dissensions et consensus. Une théorie générale des décisions collectives*, PUF.
- O'Sullivan M. (2000), « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 24, n° 4, p. 393-416.
- Parrat F. (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Maxima.
- Programme de recherche sur le financement des PME (2005), « Rapports de recherche Capital de risque », Gouvernement du Canada, [www.sme-fdi.gc.ca/epic/site/sme\\_fdi-prf\\_pme.nsf/fr/home](http://www.sme-fdi.gc.ca/epic/site/sme_fdi-prf_pme.nsf/fr/home).
- Sapienza H., Manigart S. et Vermeir W. (1996), « Venture Capitalist Governance and Value-Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 6, November, p. 439-470.
- Shleifer A. et Vishny R.W (1989), « Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, n° 25, p. 123-139.
- Sorsana C. (1999), *Psychologie des interactions sociocognitives*, Armand Colin.
- Stake R.E. (1995), *The Art of Case Study Research*, Sage Publications.
- Stéphany E. (1998), « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME », in O. Torrès (Dir.), *PME De Nouvelles Approches*, Economica, p. 105-120.
- Stévenot A. (2005), « La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : une analyse sociocognitive de la relation capital-investisseur – dirigeant », Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Nancy2, novembre.
- Thiétart R.A. (Coord.) (1999), *Méthodes de recherche en management*, Dunod.
- Touzard H. (1977), *La médiation et la résolution des conflits*, PUF.
- Williamson O.E. (1999), « Strategy Research : Governance and Competence Perspectives », *Strategic Management Journal*, vol. 20, n° 12, p. 1087-1108.
- Winykamen F. (1990), *Apprendre en imitant ?*, PUF.

Wirtz P. (2006), « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 187-221.

Wright M. (2002), « Le capital-investissement », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 283-301.

Wright M. et Lockett A. (2002), « Structure and Management of Syndicated Venture Capital Investments », *Journal of Private Equity*, vol. 5, n° 4, p.72-83.

Yin R.K. (1990), *Case Study Research : Design and Methods*, vol. 5, Sage Publications.

### Annexe 1 – Les caractéristiques des entreprises étudiées

Entreprise et secteur d'activité	Situation économique et financière	Répartition du capital en 2003 (1 <sup>er</sup> entretien)	Répartition du capital en 2004 (2 <sup>ème</sup> entretien)	Expériences d'actionnariat	Profil du dirigeant
<b>Rondelle</b> Fabrication de rondelles métalliques	Très bonne	LBO minoritaire avec dirigeant (78 %) + SCI1 (19 %)	LBO avec dirigeant (36,7 %) + cadres (4,76 %) + SCI1 (9,4 %) + 1 CI régional	1 expérience de contrôle par le dirigeant 1 financement par CI à la création 3 LBO avec CI régionaux	Avant cadre de la sidérurgie. 55 ans. Très attaché à son entreprise. Pas de repreneur prévu.
<b>Intérimaire</b> Travail Intérimaire pour l'industrie	Moyenne (croissance rapide mais forte tension de trésorerie, besoins élevés en capitaux propres)	LBO avec dirigeant majoritaire (87 %) + 3 CI régionaux dont SCI1 (4 %)		Entreprise familiale jusqu'en 1997. 1 LBO minoritaire depuis 1997 avec CI régionaux	Comptable de formation. Avant dirigeant d'une autre société de travail temporaire qu'il avait revendue.
<b>Transport</b> Transport routier	Très bonne malgré difficultés du secteur	LBO avec dirigeant (80 %) + 3 investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2	100 % du capital au dirigeant	Entreprise familiale Filiale d'un groupe de transport routier 2 LBO avec dirigeant majoritaire avec CI nationaux et régionaux	Formation : baccalauréat et trois écoles de transport. 57 ans, retraite dans quelques années, transmission de l'affaire à son fils
<b>Pharmacie</b> Recherche et fabrication de produits pharmaceutiques	Très bonne	LBO avec dirigeant et management (35 %) + plusieurs CI nationaux et régionaux dont SCI2	LBO avec fonds de pension américain majoritaire	Actionnaires industriels 3 LBO avec CI régionaux, nationaux et internationaux	Ingénieur chimiste, doctorat en chimie. Directeur technique puis directeur d'une PME spécialisée dans la séparation et l'extraction de molécules.

<b>Puce</b> Fabrication de cartes à puces	Très mauvaise (dépôt de bilan en 2003)	2 CI nationaux (45 %) + 3 CI régionaux dont SCI1 et SCI2 (50 %) + dirigeant (5 %)		Financement par Capital Création avec CI régionaux et ANVAR 2 financements par CI avec CI régionaux et nationaux/internationaux. Pb de gouvernance importants => limogeage du dirigeant voulu par CI nationaux	Docteur en sciences, dans la recherche-innovation depuis 1986 Créateur d'entreprise.
<b>Papier</b> Fabrication d'articles en papier à usage sanitaire ou domestique	Bonne	LBO avec 3 CI régionaux dont SCI2 (78 %) + dirigeant (3 %). 1 CI avec minorité de blocage		Actionnariat industriel 2 LBO avec CI national et CI régionaux	Formation en mathématique, école de commerce, diplôme d'expertise comptable, maîtrise en droit. Avant Directeur Général de l'activité transformation d'un groupe de transformation du papier
<b>Contrôle</b> Fabrication d'équipements de contrôle des processus industriels	Bonne	LBO majoritaire avec SCI3 (100 %)	LBO avec fonds de pension américain (80 %) et SCI3 (20 %)	Actionnariat industriel 1 LBO majoritaire avec CI nationaux/internationaux	Ancien spécialiste en management de transition et du redressement d'entreprises en difficultés. Grande expérience des relations avec CI.
<b>Four</b> Fabrication de fours industriels de boulangerie	Mauvaise	LBO majoritaire avec SCI3 (100 %)		Actionnariat familial 1 LBO majoritaire avec CI nationaux. Pb de gouvernance importants => limogeage du dirigeant en 2000, repris en 2003	Ingénieur de formation, travail dans le conseil, jeune. Bon technicien et commercial, mauvais gestionnaire.
<b>Câble</b> Fabrication de fils et câbles	Fluctuante	LBO majoritaire avec SCI4 (98 %)		Actionnariat industriel 2 LBO avec CI nationaux et internationaux	Autodidacte. Ancien salarié d'un groupe industriel. Figure paternaliste de l'entreprise. Prépare son départ en retraite (pas de repreneur envisagé : intérêt financier).
<b>Location</b> Location de matériel de travaux publics	Très bonne	LBO majoritaire avec CI nationaux et internationaux	LBO minoritaires avec 3 CI nationaux (35 %)	Actionnariat industriel 3 LBO avec CI internationaux et nationaux dont SCI3	Auparavant salarié d'un groupe industriel. Objectif clair : devenir majoritaire
<b>Plastique</b> Fabrication de matières plastiques pour l'industrie	Bonne	LBO majoritaire avec SCI3 (30 %) + autre CI national (30 %) + dirigeant (25 %) + cadres (15 %)		Actionnariat industriel 2 LBO avec CI nationaux	Plusieurs expériences de directeur de filiales de groupes. Volonté d'être « patron ».