

« L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites »

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations

Cahier du FARGO n° 1060502
Version révisée - Mai 2006

Anne STEVENOT – GUERY*

Université de Nancy 2

Loris GUERY

Université de Bourgogne

Résumé :

Dans la mesure où elle peut avoir une incidence sur la création de valeur, les capital investisseurs (CI) sont susceptibles d'intervenir dans la gestion des ressources humaines (GRH) des entreprises qu'ils financent. La littérature montre une implication des CI au niveau de la stratégie et de la gestion financière, mais peu d'études se sont intéressées spécifiquement à leur influence sur la GRH. Cette recherche vise par conséquent à mieux comprendre quelles sont les dimensions de la GRH influencées par les CI, comment s'opère cette influence (logiques disciplinaires et cognitives) et quelles sont les réactions des dirigeants des entreprises concernées (réactance psychologique et enracinement). La partie empirique consiste en une étude longitudinale de onze cas d'entreprises financées par CI. Des entretiens semi-directifs ont été menés auprès des représentants de quatre sociétés de CI et des onze dirigeants d'entreprises appartenant à leurs portefeuilles de participation.

Mots clés : capital investisseurs, gestion des ressources humaines, gouvernance, enracinement, réactance psychologique, étude de cas.

Abstract:

As Human Resource Management (HRM) can influence value creation, Venture Capitalists (VCs) are supposed to be involved in HRM of their financed firms. Literature shows that VCs have some influence on strategy and finance, but few studies deal with their impact on HRM. This research analyzes the aspects and the way (disciplinary and cognitive way) of VCs' influence on HRM, and the CEO's reactions (psychological reactance and entrenchment). Empirical data has been collected through a longitudinal qualitative study of eleven cases of firms financed by VCs. Interviews have been conducted with four VCs and eleven CEOs of their portfolio.

Key words: venture capitalists, human resource management, governance, entrenchment, psychological reactance, case study

* Anne STEVENOT – GUERY, A.T.E.R., IAE de Nancy – GREFIGE, Université Nancy2, Pôle Lorrain de Gestion, 13, rue Michel Ney, 54000 NANCY, anne.stevenot@univ-nancy2.fr; Loris GUERY, Maître de Conférences, LEG – FARGO, Université de Bourgogne – IAE , 2 boulevard Gabriel – BP 26611, 21066 DIJON, loris.guery@u-bourgogne.fr.

L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites

Pour financer leur développement, les entreprises non cotées font de plus en plus souvent appel au Capital Investissement (CI). Ce mode de financement constitue une alternative, intéressante et adaptée, à l'endettement bancaire en général moins facile et plus coûteux pour les petites et moyennes entreprises (Belletante, 2001 ; Julien, 1997 ; Duchéneau, 1995). Non seulement le risque accru de défaillance mais aussi et surtout l'asymétrie d'information et les risques d'opportunisme, plus élevés en PME, amènent les banques à exiger plus de garanties et à augmenter les coûts de l'emprunt (Julien, 1997). Contrairement aux banques, les organismes de Capital Investissement, spécialisés dans la gestion de ces risques, peuvent offrir un financement en fonds propres, sans demande de garanties excessives, aux sociétés en création ou aux PME à un moment critique de leur histoire (développement, transmission), palliant ainsi le manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants. En contrepartie des risques relativement élevés encourus, ils espèrent réaliser des plus-values importantes à la sortie, leur objectif étant d'offrir à leurs propres investisseurs une rentabilité supérieure à celle que l'on peut obtenir avec un placement moins risqué (investissement de type Caisse d'Epargne, bon du Trésor...). Les Capital Investisseurs (CI) accompagnent ainsi l'entreprise, en qualité d'actionnaires, pendant une durée limitée (cinq à sept ans en moyenne). Dans la mesure où la rentabilité de leur investissement dépend de la valeur gagnée par l'entreprise entre leur entrée et leur sortie du capital, ils espèrent, par leur implication active dans l'entreprise et leur assistance à l'équipe dirigeante, contribuer à la création de valeur.

En s'engageant dans un partenariat avec un ou plusieurs Capital Investisseurs, le dirigeant est confronté à de nouvelles contraintes qu'il est amené à intégrer dans la gestion de son entreprise. La pression exercée par ce nouvel actionnaire, cherchant à obtenir un partage de la valeur plus favorable aux actionnaires, peut se faire au détriment d'autres partenaires de l'entreprise, en particulier des salariés et du développement d'une ressource pourtant majeure elle aussi, le capital humain de l'entreprise. Ceci peut passer, par exemple, par une réduction du personnel, comme l'envisagent Charreaux et Desbrières (1998), ou encore par une réduction des investissements en formation, un ralentissement des augmentations salariales... Dans ce cas, la logique de création de valeur financière à court terme des investisseurs est opposée à la logique de développement du capital humain qui est un des principaux enjeux de la gestion des ressources humaines. Au contraire, une autre hypothèse conduit à penser qu'il n'y a pas nécessairement opposition entre les deux logiques mais complémentarité. La valorisation du capital financier favoriserait la levée de capitaux pour investir dans le capital humain, ce qui se traduirait par une plus grande capacité d'innovation et une création de valeur pour l'ensemble des partenaires, dont les Capital Investisseurs. Cette réflexion sur la compatibilité des logiques financières à court ou moyen terme et de développement du capital humain s'inscrit dans une problématique de gouvernance partenariale telle que la définissent Charreaux et Desbrières (1998), qui proposent une vision pluraliste de la firme et qui invitent à considérer la valeur créée non seulement pour les actionnaires mais aussi pour l'ensemble des *stakeholders*. L'intérêt de cette réflexion pour l'entreprise est grand car l'enjeu de gouvernance¹ est la capacité de l'entreprise à satisfaire l'ensemble des partenaires en jeu avec lesquels elle est en relation, notamment pour parvenir à se procurer les ressources nécessaires,

¹ Dans une perspective élargie aux différents *stakeholders*, la gouvernance se définit de manière générale comme l'ensemble des mécanismes qui limitent et guident les décisions et les actions du dirigeant (Charreaux, 1997).

dont dépend sa survie selon la théorie de la dépendance stratégique des ressources (Pfeffer, Salancik, 1978).

Afin de mieux comprendre les enjeux en termes de gouvernance partenariale de l'introduction d'un (ou plusieurs) Capital Investisseurs au capital d'une entreprise, ce travail s'est attaché à rechercher la nature, les modalités ainsi que les limites de l'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines (GRH) de l'entreprise financée. Cette problématique se décline en plusieurs questions :

- Y a-t-il une influence des CI sur la GRH ?
- Si oui, **en quoi** y a-t-il une influence des CI sur la GRH ?
- **Comment** se réalise-t-elle ?
- Quels sont **l'attitude et le comportement du dirigeant** face à ces interventions ?
- Quelle est la représentation qu'ont les salariés des CI et leur réaction par rapport à l'introduction et la présence des investisseurs au capital de l'entreprise ?

Ces questions sont dans un premier temps envisagées de manière théorique, à partir d'une revue de la littérature et du recours aux travaux traitant d'une part de la compatibilité de la logique financière et de la logique RH (partie 1), et d'autre part des logiques disciplinaires et cognitives à l'œuvre dans les modalités d'influence des investisseurs sur la GRH (partie 2). L'attitude des dirigeants et les limites de l'influence des investisseurs sont également étudiées dans cette seconde partie. Les propositions issues de l'analyse théorique sont ensuite confrontées aux résultats d'une étude longitudinale de onze cas d'entreprises financées par Capital Investissement. Quatre représentants de sociétés de CI et onze dirigeants d'entreprises issues de leurs portefeuilles de participations ont été interrogés dans le cadre d'entretiens semi-directifs à deux reprises à un an et demi d'intervalle.

Partie 1. La difficile cohabitation de la logique financière et de la logique RH : la question du fondement de l'influence des Capital Investisseurs

L'actualité économique et sociale met fréquemment l'accent, comme cela a été le cas récemment avec l'annonce de 1240 suppressions de postes en France par Hewlett Packard, sur une opposition entre intérêts des actionnaires et intérêts des salariés. Malgré de tels exemples, par ailleurs récurrents, y a-t-il obligatoirement divergence et incompatibilité entre la logique financière et la logique RH ? Les réductions d'effectifs sont-elles par nature « mauvaises » et emblématiques de cette divergence ? Le risque d'une conception idéologique de la gestion des ressources humaines est grand et se doit d'être évité.

La question des divergences de ces deux logiques et de leur compatibilité est tout d'abord posée, ce qui aboutit à mettre en évidence une convergence possible autour de la participation des ressources humaines de l'entreprise à la création de valeur (1.1). Dans le cas des entreprises financées par capital investissement, il faut alors s'interroger sur l'influence qu'exercent les capital investisseurs sur la GRH des entreprises dont ils sont actionnaires. La littérature, peu prolixe à ce sujet, tend à montrer que cette influence est limitée (1.2).

1.1 La question de la compatibilité des logiques financières et RH

Même si la finance n'exclut pas la prise en compte des dimensions humaines de l'organisation (par exemple en recherchant le meilleur système incitatif au travers des mécanismes de rémunération), les champs disciplinaires de la finance et de la gestion des ressources humaines paraissent divergents, voire opposés, comme le met en évidence d'Arcimoles (1995). Il en va tout d'abord de la conception de l'entreprise qu'ont l'un et l'autre : du point de vue de la finance l'entreprise est un ensemble coordonné de moyens techniques, financiers et humain, susceptible de générer des cash-flows et de créer de la richesse ; du point de vue de

la GRH elle est un ensemble coordonné d'individus et de groupes, en situation de travail, animés par des objectifs individuels et collectifs. Dès lors les acteurs clés de l'entreprise sont en finance les investisseurs et les dirigeants, sur lesquels se concentrent les recherches, alors qu'il s'agit en GRH des salariés, membres de groupes et qui développent des stratégies construites et évolutives.

Ces divergences importantes ne doivent pas masquer l'intérêt que porte la finance aux ressources humaines, en dehors du seul dirigeant dans le cadre de la relation d'agence qui le lie aux actionnaires. Ainsi l'influence des ressources humaines sur la performance de l'entreprise a été depuis longtemps déjà mise en évidence au travers de la théorie du capital humain (notamment Schultz 1961 ; Becker 1964) qui a contribué à expliquer la croissance économique d'un pays. Cette théorie considère le salaire comme l'élément central de la relation d'emploi, celui-ci étant supposé motiver le salarié, l'inciter à se former et à développer sa mobilité. L'accent sur la formation est important, en ce sens qu'elle permet d'accroître les compétences des salariés, elles-mêmes sources de productivité pour les entreprises. La théorie du capital humain a néanmoins fait l'objet de remises en cause, notamment du fait de l'hétérogénéité des pratiques de rémunération existantes (Baker, Jensen, Murphy, 1988) et de l'illusion qu'elle donne d'une unicité du marché de l'emploi, ce que dénoncent les théoriciens de la segmentation du marché du travail (Atkinson, 1984). Elle reste cependant utilisée, par exemple pour étudier l'influence du niveau de formation des cadres dirigeants et de leur expérience professionnelle sur la performance de leur entreprise (Dimov, Sheperd, 2005). De nombreuses recherches croisant finance et ressources humaines ont été menées depuis les années 1980, comme le rappelle d'Arcimoles (1999). À titre d'exemple en termes de thématiques traitées, ces travaux portent sur l'actionnariat salarié (Desbrières, 2002 ; Stévenot, 2004), l'influence de la présence syndicale sur les cours boursiers (Ruback, Zimmerman, 1984) et sur la rentabilité (Laroche, 2005), ou les conséquences d'annonces de suppressions d'emplois sur le cours des actions des entreprises réalisant ces réductions d'effectifs (notamment Abowd, Milkovich, Hannon, 1990 ; Hubler, Meschi, Schmidt, 2004). Les auteurs peuvent également s'intéresser spécifiquement aux membres de la fonction gestion-finance, en s'interrogeant sur leurs compétences futures (Bescos, 2002).

La convergence actuelle entre la finance et la gestion des ressources humaines pourrait s'établir autour du rôle de cette dernière dans la création de valeur de l'entreprise. Cette création de valeur ne peut être durable que si elle se fonde sur un avantage concurrentiel difficilement imitable par les concurrents (Charreaux, Desbrières, 1998). Or selon Ulrich (1996), les seules armes compétitives qui restent désormais aux entreprises sont leur organisation interne et leurs ressources humaines, en ce sens que les autres variables susceptibles de constituer le socle d'un avantage compétitif peuvent être copiées à plus ou moins court terme (coût, technologie, fabrication, distribution, caractéristiques des produits). Il s'agit donc de caractéristiques organisationnelles telles que la flexibilité, la capacité d'apprentissage ou d'innovation. Les compétences des salariés apparaissent alors fondamentales au processus de création de valeur, dont le moteur essentiel passerait par conséquent par l'investissement en capital humain (Charreaux, Desbrières, 1998). Ceci renvoie, en termes d'activités de gestion des ressources humaines, à la formation et au recrutement. Zingales (2000) insiste lui aussi sur le fait que le capital humain est désormais un élément central du développement des entreprises. Bartlett et Ghoshal (2002) montrent à ce titre que le rôle des fonctions ressources humaines est désormais de construire un capital humain qui soit une source clé d'avantage compétitif, ce qui passe par une attention toute particulière à porter au recrutement et à la fidélisation des individus ayant une connaissance spécialisée, une expertise, des compétences spécifiques.

Ce possible rôle de la GRH dans la création de valeur masque des difficultés, dont celle de son évaluation. Les effets des pratiques de gestion des ressources humaines sont difficiles à

appréhender et ce pour deux raisons : 1) les pratiques n'ont pour la plupart d'entre elles pas d'effet direct sur les résultats financiers de l'entreprise (sauf évidemment cas de réductions d'effectifs) ; 2) leurs effets ne se manifestent pas à court terme mais plutôt à moyen ou long terme. Les recrutements, la formation, la gestion prévisionnelle des emplois et des compétences, la gestion de carrières, ont tous besoin de plusieurs mois voire de plusieurs années pour influencer sur les résultats de l'entreprise. Il découle de ceci que les choix à long termes en matière de ressources humaines « *ne permettent pas une valorisation rapide du capital investi et, d'une certaine manière, détruisent de la valeur à court terme* » (Wacheux 2002 p.95). À l'inverse l'entreprise peut décider de réduire ses effectifs dans le but de surmonter une situation de crise, recréant ainsi de la valeur à court terme (Charreaux, Desbrières, 1998). La question qui se pose alors est de savoir si cette création de valeur à court terme n'hypothèque pas la création de valeur à long terme, soutenue par l'obtention d'un avantage concurrentiel durable. Ceci renvoie à une opposition de logique fréquemment relevée dans le fonctionnement contemporain des entreprises, entre un souci de rentabilité à court terme et un besoin de développement à long terme (Sire, Guérin, 1998).

Dans ce contexte, quelle est la latitude des entreprises en matière de GRH, au regard des contraintes de nature financière qui s'exercent sur elles ? Cette question se pose notamment dans le cas des entreprises financées par des CI, dont l'objectif est la maximisation de la valorisation de l'entreprise au moment de leur sortie (soit le plus souvent cinq à sept ans après leur entrée au capital, selon Lachmann, 1999). En effet des pratiques de GRH dont les manifestations ne s'observeraient que plusieurs années après leur mise en œuvre risqueraient de grever la valeur de l'entreprise sans pour autant s'être déjà traduites par un avantage concurrentiel au moment de la sortie.

1.2. Les dimensions de la GRH influencées par la présence de capital investisseurs

Comme le souligne Desbrières (2001) à la suite de Sapienza, Manigart et Wermeir (1996), les CI ont un comportement plus actif et plus interventionniste dans les entreprises financées que les actionnaires plus traditionnels de sociétés cotées. Ceci s'explique par la détention de blocs de contrôle (Mehran 1995) et se traduit notamment en termes de gouvernance par leur présence au conseil d'administration. Le rôle des capital investisseurs ne peut alors plus être considéré uniquement comme un rôle d'intermédiaire financier et leur implication est d'autant plus forte que l'entreprise financée est jeune et les dirigeants peu expérimentés (Sapienza, Gupta, 1994). De nombreux auteurs s'y sont intéressés, dans le prolongement de Gorman et Sahlman (1989). Dans leur souci d'orienter le fonctionnement de l'entreprise financée vers la création de valeur, les CI agissent alors sur des domaines aussi divers que la stratégie, la finance, le marketing ou les systèmes d'information comptables (Stephany, 2003). Si l'on considère, tel que cela a été montré auparavant, que les salariés participent à la création de valeur et donc que la GRH a une influence sur la création de valeur, on peut dès lors s'attendre à ce que les capital investisseurs interviennent au niveau des pratiques ou tout du moins des politiques RH. Qu'en est-il ? La réponse à cette question est difficile car les recherches s'y intéressant sont peu nombreuses. Certaines concluent, parmi d'autres résultats, à un rôle actif des capital investisseurs dans la GRH, sans plus de précision (Van den Bergh, Levrau 2002).

Le volume de l'emploi ne paraît pas diminuer dans le cadre d'un financement par capital investissement. Bien au contraire, il semblerait que l'emploi progresse dans les entreprises concernées (AFIC, Coopers & Lybrand Corporate Finance, 1993, 1996 ; AFIC, Constantin et Associés & LEK Consulting, 2004). De même, dans leur explication des causes de la dégradation de la surperformance des entreprises une fois une opération de LBO réalisée,

Desbrières et Schatt (2002) mettent en évidence l'influence de créations d'emplois et/ou d'augmentations de salaire.

D'un point de vue global, il semblerait que les CI incitent à une professionnalisation de la gestion des ressources humaines, ce qui peut passer par une plus grande diversité et formalisation du processus de recrutement (Hellmann, Puri, 2002) ou encore une évolution des politiques de rémunération, notamment au travers de l'adoption de plans de stock options (Kaplan, Strömberg, 2001 ; Hellmann, Puri 2002). Mais cette professionnalisation se manifeste surtout par la création d'un poste de Directeur des Ressources Humaines. Cyr, Johnson et Welbourne (2000) montrent ainsi que les entreprises financées ont une plus grande propension à avoir un vice-président chargé des ressources humaines (ie. un DRH) que les autres. Ceci s'explique par le besoin pour ces entreprises en croissance de réussir à attirer et fidéliser certaines catégories de salariés essentielles à leur développement. Ce DRH peut également aider à définir et adapter la stratégie de l'entreprise face aux enjeux du secteur. Cette professionnalisation de la GRH au travers de l'embauche d'un spécialiste RH est liée à la croyance plus générale des CI qu'avoir une équipe de direction bien structurée va conduire à une meilleure performance. Hellmann et Puri (2000) notent en ce sens des créations de postes de vice président chargé du marketing et des ventes. Une autre influence importante des CI, liée à la précédente, réside dans leur assistance dans le recrutement des cadres dirigeants. Cette implication directe dans la gestion des ressources humaines est fréquemment relevée dans la littérature (Rosenstein, Bruno, Byrgrave, Taylor, 1993 ; Cyr, Johnson, Welbourne, 2000 ; Kaplan, Strömberg, 2001).

Comme l'indiquent Cyr, Johnson et Welbourne (2000), on sait peu de choses sur l'effet que peut avoir une éventuelle implication des CI sur les ressources humaines des entreprises de leur portefeuille. Les recherches existantes tendent à montrer que leurs actions s'exercent surtout sur les cadres dirigeants et sur les mécanismes de rémunération (mais ce sont alors les stock options, s'adressant principalement aux dirigeants, qui sont pris comme exemple). Les CI s'intéressent-ils quasi exclusivement à ce qui concerne les cadres dirigeants, ou est-ce que ce sont les recherches elles-mêmes qui se limitent à étudier ces seules influences ? Quoi qu'il en soit la littérature montre une implication réelle des CI dans la GRH, même si celle-ci semble limitée. Au-delà des dimensions de la GRH sur lesquelles ils ont une influence, il convient de s'interroger sur la manière dont s'exerce cette influence.

Partie 2 : Les modalités de l'influence des Capital Investisseurs sur la GRH : les logiques disciplinaires et cognitives à l'œuvre dans la relation CI – dirigeant

Si l'on admet que les Capital Investisseurs influencent tout ou partie des décisions et des pratiques de GRH des entreprises qu'ils financent en fonction d'une logique à court terme, la question qui se pose alors est celle de la manière dont se réalise cette influence. Dans la mesure où le principal interlocuteur des investisseurs est le dirigeant, cette influence relève stricto sensu d'une problématique de gouvernance et s'étudie au travers de la relation entre le (ou les) CI et le dirigeant, voire dans certains cas le groupe dirigeant composé des principaux cadres dirigeants adjoints du directeur général.

L'approche juridico-financière de la gouvernance offre une première grille de lecture pour comprendre les mécanismes par lesquels les investisseurs conduisent les dirigeants à agir dans le sens de leurs intérêts. Cette approche repose sur une logique disciplinaire (2.1). Au-delà de cette logique disciplinaire, on peut, dans une perspective synthétique, élargir l'analyse de la gouvernance à une approche cognitive (Charreaux, 2002a, 2002b, 2003), selon laquelle l'actionnaire réalise un apport en ressources cognitives et le dirigeant un apprentissage, une acquisition de cognitions nouvelles (Martinet, 2002). L'influence de l'investisseur s'envisage alors suivant d'autres logiques et à partir d'autres cadres théoriques que ceux de la théorie

classique de l'agence. Ainsi, Gehrke et Zarlowski (2003) ont déjà mobilisé le néo-institutionnalisme sociologique pour étudier la diffusion de la valeur actionnariale en France et ses conséquences sur les pratiques de contrôle de gestion. Cette grille de lecture considère les comportements des organisations et s'intéresse aux propriétés d'unités d'analyse supra-individuelles. On peut également se placer à un niveau d'analyse interindividuel dans la mesure où les échanges s'effectuent au travers des relations interpersonnelles entre un représentant d'une société de Capital Investissement et le dirigeant. La psychologie des interactions cognitives offre alors également un éclairage pertinent et nouveau (2.2). L'adhésion à cette perspective sociocognitive implique une analyse dynamique des relations entre investisseur et dirigeant. L'attitude du dirigeant face à l'influence supposée de l'investisseur doit être aussi prise en compte. Il s'agit alors de s'intéresser à ses capacités de résistances et d'enracinement afin de préserver ou d'étendre sa latitude managériale. On rejoint ici la théorie de l'enracinement (Castanias, Helfat, 1992) qui, à la différence des développements initiaux de la théorie de l'agence, reconnaît au dirigeant la possibilité de ne pas être passif face à l'actionnaire. Toutefois, celle-ci s'inscrit en général dans une approche juridico-financière de la gouvernance. Nous proposons de l'inscrire dans une logique également cognitive.

2.1 Les logiques coercitives : un contrôle actif des Capital Investisseurs

Dans la mesure où la rentabilité de leur investissement dépend de la valeur gagnée par l'entreprise entre leur entrée dans le capital et leur sortie et en raison de la forte asymétrie d'information entre investisseurs et dirigeants d'entreprises non cotées, les CI actionnaires exercent un suivi spécifique et actif de leurs participations. En France, après avoir été longtemps passifs comparativement à leurs homologues anglo-saxons, les investisseurs sont devenus plus vigilants et actifs qu'auparavant, marqués par les crises des années 90 et surtout du début des années 2000 (Lachmann, 1999 ; Stéphany, 2001) ainsi que par quelques jurisprudences qui en ont condamné certains à combler le passif d'entreprises en faillites pour défaut de surveillance et carence de gestion d'administrateur (Battini, 2000). Ainsi, ils ont développé un certain nombre de mécanismes de contrôle et d'incitation par lesquels ils peuvent influencer les comportements et les décisions des dirigeants notamment en matière de GRH. Le fait que l'investisseur soit majoritaire au capital ou pas, seul ou en syndication, détermine son pouvoir de coercition.

2.1.1 Un pouvoir de coercition fonction de la répartition du capital

L'influence coercitive de l'investisseur dépend directement de son pouvoir de contrôle, qui lui-même dépend de la part de ce dernier dans le capital de l'entreprise par rapport aux autres actionnaires. Plusieurs cas de figure se présentent. En théorie, si l'investisseur est majoritaire, il jouit d'un pouvoir de contrôle et de coercition fort. En revanche, si le dirigeant est majoritaire, c'est lui qui détient le pouvoir de décision ; l'influence coercitive potentielle de l'investisseur est plus faible. Dans le cas de la syndication, c'est-à-dire lorsqu'il y a plusieurs CI présents au capital de l'entreprise, la répartition des pouvoirs de coercition est plus complexe (Wright, Lockett, 2002). Si le dirigeant est majoritaire, on se retrouve alors dans la configuration mentionnée précédemment. S'il est minoritaire et qu'il n'y a aucun investisseur majoritaire à lui seul mais que l'ensemble des investisseurs sont majoritaires, la capacité à exercer un contrôle dépend de la convergence des positions des investisseurs. A condition qu'ils s'inscrivent dans la même logique d'investissement, leur pouvoir est fort. Mais il existe des configurations où les investisseurs n'ont pas les mêmes horizons de sortie, ni les mêmes comportements, selon notamment qu'ils sont des investisseurs indépendants ou adossés à des

organismes publics (Hugot, 2000). Dans ce cas, la division entre les investisseurs affaiblit d'autant leur capacité de contrôle.

2.1.2 Les moyens de coercition des CI : les enseignements de la théorie de l'agence

Si l'on considère la relation Capital Investisseur – dirigeant comme une relation d'agence dans laquelle l'investisseur est le principal et le dirigeant l'agent, on peut mobiliser la théorie de l'agence pour distinguer les différents mécanismes disciplinaires par lesquels l'investisseur peut influencer les décisions et les actions du dirigeant, qu'elles soient générales ou relatives à la gestion des ressources humaines. Ces mécanismes reposent sur des logiques de contrôle, d'incitation et de sanction en cas de non respect des intérêts de l'investisseur actionnaire. Ces mécanismes sont spécifiques ou non spécifiques, intentionnels ou spontanés (Charreaux, 1997).

Le pacte d'actionnaires est un élément central de la relation d'agence CI-dirigeant. Il définit contractuellement les objectifs de chacune des parties ainsi que les limites de leurs pouvoirs respectifs. Dans ce pacte se trouvent mentionnés les objectifs de croissance et de rentabilité attendus par les investisseurs à un terme défini ainsi que les conséquences pour l'entreprise et son dirigeant au cas où les attentes des investisseurs ne sont pas satisfaites (prise de contrôle de l'entreprise par les CI, remplacement du dirigeant...). Dans ce pacte sont également inscrites des clauses qui imposent au dirigeant d'informer ou d'avoir l'accord de l'investisseur pour prendre une décision, par exemple pour embaucher un cadre au-delà d'un certain niveau de salaire. La capacité d'intervention des CI en termes de GRH se trouve ainsi déterminée dans ce pacte.

Dans ces conditions préalablement définies de manière plus ou moins précise et complète, les investisseurs exercent un contrôle au travers de divers mécanismes qui leur permettent de s'assurer que les objectifs sont bien remplis et de réagir rapidement en cas de non satisfaction. Cela passe tout d'abord par leur présence au conseil d'administration², qui ratifie et contrôle les décisions importantes prises par la direction et qui a pour missions de nommer les dirigeants, d'évaluer leurs performances, de déterminer leur rémunération, de les révoquer le cas échéant. Des études (Baker, Gompers, 1999 ; Gabrielson, Huse, 2002) ont montré que les conseils d'administration d'entreprises financées par Capital Investissement sont plus actifs que ceux d'entreprises équivalentes mais ayant recours à d'autres modes de financement. Toutefois, en raison des risques pour l'administrateur de voir sa responsabilité engagée, les investisseurs français craignent parfois d'être représentés au conseil d'administration ; ils se reportent alors sur des modes de contrôle informels (relations, rencontres, *reporting*...) et privilégient des mécanismes incitatifs au travers de montages financiers notamment. La rémunération du dirigeant est un mécanisme d'incitation classique dans l'approche juridico-financière et un levier majeur dans la relation principal-agent : en permettant au dirigeant d'accroître sa part au capital si les objectifs du *business plan* sont atteints et en obligeant les

² La représentation au CA de l'investisseur peut prendre plusieurs formes : soit la société de Capital Investissement souhaite (et peut) être représentée au CA ; elle nomme dans ce cas un représentant, en général le chargé d'affaires qui s'occupe de la participation. Soit elle ne souhaite (ou ne peut pas) être représentée ; dans ce cas, elle demande au chargé d'affaires (ou au directeur de participations) d'être administrateur à titre personnel ou mandate une tierce personne en raison de ses compétences, avec l'accord du dirigeant.

principaux cadres à investir en actions de l'entreprise, les CI s'assurent que les décideurs partagent leurs intérêts et agissent en conséquence³.

2.2 Les logiques cognitives : les dimensions informatives et normatives de l'influence des Capital Investisseurs

Au-delà de la logique coercitive, l'influence des investisseurs sur les décisions et les pratiques de GRH peut également passer par l'échange de ressources cognitives au cours des interactions avec les dirigeants. La notion de ressources cognitives désigne un ensemble d'informations, de connaissances, de capacités théoriques et pratiques, susceptibles de procurer au décideur et à l'entreprise un avantage concurrentiel durable et par conséquent de créer de la valeur⁴. Il s'agit non seulement de cognitions créées au sein du groupe décisionnel considéré et utilisées en interne, pour formuler la stratégie et gérer l'entreprise, mais aussi de cognitions, informations, signaux, adressés par l'entreprise et son dirigeant à leur environnement, c'est-à-dire aux partenaires financiers, économiques, ainsi qu'aux salariés de l'entreprise. Au croisement de plusieurs réseaux (Ferrary, 2002), le Capital Investisseur est une source d'information et d'insertion dans l'environnement socio-économique pour l'entreprise et son dirigeant. Il véhicule un certain nombre de normes, de connaissances et valeurs partagées, dont l'entreprise, à son contact, peut s'imprégner par l'intermédiaire de son équipe dirigeante. L'entreprise y trouve les clés de la compréhension de son environnement, de son adaptation et de sa reconnaissance. Ainsi, l'enjeu cognitif de ses relations avec l'investisseur est pour le dirigeant d'une part une aide à la décision et un apprentissage, et d'autre part l'acquisition d'une plus grande légitimité dans son environnement économique, en particulier par rapport à ses partenaires financiers.

2.2.1 L'influence informative

Au niveau interindividuel, le phénomène d'influence sociale au sein d'un groupe décisionnel a fait l'objet de nombreux travaux en psychologie sociale. En particulier, certains d'entre eux ont mis en évidence une tendance à la conformité⁵ des représentations et des attitudes au sein d'un groupe qui conduit au consensus (Levine, Zdaniuk, 2003). Selon ces auteurs, si les individus se conforment quand le groupe fait pression sur eux, c'est parce qu'ils dépendent du groupe afin de s'assurer avoir une perception exacte de la réalité. Si certaines croyances peuvent être vérifiées par une comparaison avec un étalon physique objectif, d'autres ne peuvent être vérifiées qu'en les confrontant à celles d'autres personnes. Si les autres sont d'accord, on acquiert de la confiance ; si les autres ne sont pas d'accord, on en perd (Levine,

³ Voir à ce propos la contribution de Pigé dans Charreaux (1997). En se référant à la théorie de l'agence, Sapienza et Gupta (1994) testent l'hypothèse selon laquelle plus faible est le niveau d'actionnariat du dirigeant, plus fréquentes sont les relations entre CI et dirigeants. On peut penser en effet que le mécanisme incitatif monétaire se substitue aux mécanismes de contrôle : plus la part du dirigeant dans le capital est importante, plus il est incité à agir dans le sens de l'intérêt des actionnaires, moins il est nécessaire pour les autres actionnaires d'exercer un contrôle élevé. Mais, contrairement à leurs anticipations, ils mettent en évidence que le niveau d'actionnariat des dirigeants n'a pas l'influence significative attendue sur la fréquence des relations entre CI et dirigeants, indicateur de l'intensité du suivi et du contrôle exercé par les CI. Ceci invite à remettre en question l'efficacité de l'actionnariat du dirigeant comme mécanisme incitatif et réducteur des risques de conflits d'intérêts. On peut penser que des divergences d'intérêts entre dirigeant et CI demeurent, transcendant les considérations financières. Au contraire une part importante de capital donne au dirigeant le pouvoir d'imposer sa vision dans une certaine mesure, ce qui oblige les CI à une plus grande vigilance.

⁴ Cette définition est formulée à partir de celle plus générale de ressources proposée par Hoarau, Teller (2001, p.138).

⁵ « La conformité a lieu lorsqu'un individu modifie son comportement ou son attitude afin de le mettre en harmonie avec le comportement ou l'attitude d'un groupe » (Levine, Zdaniuk, 2003, p.26).

Zdaniuk, 2003). Ainsi, lorsque l'on est dans l'incertitude quant à la validité de ses croyances et qu'il n'existe d'autres moyens de les vérifier que de les comparer à celles des autres, que l'on croit que le jugement du groupe a plus de chances d'être correct que le sien, on se conforme pour réduire l'incertitude (Deutsch, Gerard, 1955). Ceci crée une forme de « résonance cognitive » qui rassure. Deutsch et Gerard (1955) parlent « *d'influence informative* » pour désigner ce processus psychologique et cognitif qui pousse les individus, en l'occurrence les dirigeants, à la conformité.

2.2.2 L'influence normative

La conformité peut avoir un autre but latent qui est le désir de recevoir l'approbation d'autres membres du groupe. On parle alors d'une « *influence normative* » (Deutsch, Gerard, 1955). Elle implique un certain degré de soumission. L'importance de l'influence normative est liée aux capacités de sanctions et de récompenses du groupe (Levine, Zdaniuk, 2003) : les personnes qui dévient du groupe s'attendent à être évaluées de façon négative et à être rejetées du groupe. Au niveau interorganisationnel, Meyer et Rowan (1977) ont étudié la diffusion des normes organisationnelles dans un environnement donné. L'interconnexion et la densité des réseaux sociaux permettent d'expliquer la diffusion de modèles institutionnalisés. La codification, la réglementation et la juridiciarisation de l'activité des organisations conduit également à une uniformisation des pratiques. Enfin, certaines organisations puissantes dans leur environnement peuvent imposer leurs propres objectifs et modes de pensée aux organisations avec lesquelles elles sont en relation (Noël, 2003). La notion « *d'entrepreneur institutionnel* » est importante dans la théorie néo-institutionnaliste sociologique. Individu ou organisation, il peut remplir les fonctions de concepteur, d'initiateur mais aussi de diffuseur de normes. Les Capital Investisseurs peuvent tout à fait remplir ce double rôle et être considérés comme tels (Ferrary, 2002). DiMaggio et Powell (1983) associent « *l'isomorphisme normatif* » au phénomène de professionnalisation. La professionnalisation correspond à « *l'ensemble des efforts collectifs des membres d'une profession pour définir leurs conditions et méthodes de travail et établir une base légitime à leurs activités* » (Huault, 2002, p.104). Pour apparaître professionnel, il faut produire les normes reconnues dans le « *champ organisationnel* »⁶ ou plus spécifiquement par la profession. L'enjeu pour l'organisation est la reconnaissance de sa légitimité, de manière totalement analogique à ce qui se passe au niveau individuel. Même s'il existe des différences entre le néo-institutionnalisme sociologique et la théorie des conventions qui empêchent d'assimiler l'un à l'autre, on peut rapprocher le processus de professionnalisation à celui d'adhésion à une convention de qualification telle que la conçoit Gomez (1994) et qui n'est autre qu'une reconnaissance de la compétence d'un agent présentant une certaine validité externe. Gehrke et Zarlowski (2003) montrent la pertinence du néo-institutionnalisme sociologique pour expliquer la diffusion de la valeur actionariale en France. On peut penser, en prolongeant cette réflexion et en l'appliquant plus précisément aux entreprises financées par CI, que cette grille de lecture est également pertinente pour comprendre les modalités de l'influence des investisseurs sur la gestion des ressources humaines.

⁶ La notion de « champ organisationnel » est utilisée par DiMaggio et Powell (1983) pour désigner un groupe d'organisations constituant une partie du paysage socio-économique. Elle comprend les organisations qui réalisent les mêmes produits, services ou fonctions ainsi que celles qui ont une influence critique sur celles-ci. On pourrait dire qu'il s'agit de l'entreprise, ses concurrents et ses principaux partenaires. Ainsi, les Capital Investisseurs font partie du champ organisationnel de l'entreprise financée.

Face à ces pressions coercitives, informatives et normatives qui imposent dans une certaine mesure les représentations des investisseurs, la question de la capacité du dirigeant à conserver une certaine autonomie et à résister à ces pressions se pose.

2.3 L'attitude du dirigeant face à ces influences : soumission ou réactance et enracinement ?

Le néo-institutionnalisme sociologique, notamment dans ses travaux récents, n'exclut pas du tout la possibilité pour les acteurs de mettre en œuvre des stratégies face aux pressions institutionnelles (Huault, 2002). L'initiative et la recherche d'intérêts personnels sont également considérées. Reprenant les travaux d'Oliver, Huault (2002) présente différentes manœuvres stratégiques que les acteurs peuvent déployer dans ce contexte d'influences institutionnelles. L'acceptation, le compromis, l'évitement, la contestation et la manipulation sont autant de réponses possibles. Les approches sociocognitives du groupe décisionnel mettent également en évidence la possibilité d'ébranler le consensus (Levine, Zdaniuk, 2003 ; Doise, Moscovici, 2003). La soumission n'est donc pas la seule attitude du dirigeant face aux influences des investisseurs. Selon Doise et Moscovici (2003), le conflit sociocognitif serait même favorable à l'innovation et à la construction de connaissance nouvelle, à condition que le groupe tolère une marge de désaccord et soit capable d'écouter et d'intégrer les positions des minoritaires. La réactance psychologique et les possibilités d'enracinement du dirigeant sont autant de limites à l'influence des CI sur la GRH.

2.3.1 La réactance psychosociologique du dirigeant

Dans son livre sur la réactance psychologique, Brehm (1966) initie une théorie psychosociologique de la liberté. Selon cette théorie, chaque fois qu'un comportement accessible à un individu est pour une raison ou une autre retiré de son champ des possibles ou est menacé de l'être, cet individu ressent une restriction de sa liberté, ce qui éveille en lui un état de « réactance psychologique », état émotionnel orienté vers un recouvrement de sa liberté. Cet état induit divers comportements : réévaluation d'un choix menacé, expression d'un choix différent du choix proposé, changement d'attitude inverse à la position présentée... Les comportements d'enracinement étudiés dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise en font partie.

L'apparition et l'ampleur de la réactance psychologique sont fonction de plusieurs facteurs, que l'on peut regrouper en deux catégories. En premier lieu, l'intensité de la réactance dépend de l'importance de la contrainte ressentie par l'individu. Elle sera d'autant plus vive qu'elle relève d'une question d'identité pour l'individu. En particulier, Wicklung montre que, lorsque les sujets se sentent compétents dans une tâche donnée, ils ressentent comme une atteinte à leur liberté toute tentative de leur imposer une solution et rejettent davantage ce choix imposé que des sujets incompétents (Doise, Deschamps, Mugny, 1991). Les procédures psychosociales visant à recouvrer l'autonomie perdue ou menacée apparaissent enracinées dans une structure sociale, de domination en particulier, et découlent de la position sociale que les sujets occupent dans la hiérarchie considérée. Si l'on applique la théorie de la réactance à la relation Capital Investisseur – dirigeant, on peut supposer que les conseils plus ou moins appuyés de l'investisseur susciteront d'autant plus de réactance chez le dirigeant que celui-ci s'estime compétent sur le sujet par rapport à l'investisseur. Plus le contrôle de l'investisseur pose un problème d'identité au dirigeant ou est perçu comme une remise en cause de ses compétences, plus le phénomène de réactance est susceptible d'être fort. Dans le cas qui nous intéresse ici, toute la question est alors : la GRH est-elle ou non

considérée par les dirigeants comme relevant de leur domaine de compétences ? Ou encore, s'estiment-ils en matière de GRH plus compétents que les Capital Investisseurs ?

En second lieu, Brehm (1966) et Doise, Deschamps, Mugny (1991) montrent, au travers de diverses expériences, que le comportement de réactance dépend non seulement de l'importance de la pression exercée sur les individus mais aussi de la source de la pression, de sa position sociale par rapport aux individus. En particulier, l'exercice du pouvoir par ceux qui ont un ascendant et/ou appartiennent à un autre groupe peut générer des effets de réactance qui conduisent à un rejet de l'influence et des comportements d'opposition. L'application à la relation Capital Investisseur – dirigeant est directe : plus la distance entre le Capital Investisseur et le dirigeant est grande, c'est-à-dire plus l'investisseur exerce un ascendant sur le dirigeant et/ou plus leur groupe d'appartenance sont différents (peu d'affinités, peu d'identification réciproque possible), plus le risque de comportement de réactance de la part du dirigeant est important.

2.3.2 L'enracinement du dirigeant

L'état de réactance se retrouve dans les attitudes des individus et entraîne des comportements visant le recouvrement de la liberté perdue pour tout ou partie ou menacée de l'être. Les stratégies d'enracinement s'inscrivent dans cette perspective. Parrat définit l'enracinement comme « *un fin dosage de stratégies personnelles, mises en place par les dirigeants dans un contexte de gouvernance particulière, et contraintes par le degré de souplesse de l'équilibre organisationnel et le pouvoir de négociation de l'ensemble des stakeholders* » (Parrat, 1999, p.77). On peut regrouper les stratégies d'enracinement 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...).

Un actif spécifique est un actif non redéployable sans coût dans un usage alternatif. Dans la perspective d'enracinement du dirigeant, Schleifer et Vischny (1989) définissent les investissements spécifiques du dirigeant comme complémentaires de son capital humain. En investissant dans ces actifs auxquels il est lié, qu'il connaît et maîtrise mieux que personne, le dirigeant augmente la dépendance des autres stakeholders à son égard car il est le seul à pouvoir valoriser ces actifs efficacement. Ce faisant, le dirigeant accroît par ailleurs l'asymétrie d'information en sa faveur (Maati, 1999).

Un deuxième type de stratégie d'enracinement du dirigeant consiste à passer des contrats explicites et implicites qui le protègent. En ce qui concerne les contrats explicites, le dirigeant peut par exemple obtenir dès le début de la relation que des clauses limitant les domaines d'intervention des investisseurs, notamment en matière de GRH, soient inscrites dans le pacte d'actionnaires. Ces dispositions contractuelles explicites dépendent du pouvoir de négociation dont dispose le dirigeant lors de la négociation du pacte et sont soumises aux conditions en général posées par les investisseurs. Les contrats implicites sont, quant à eux, définis comme des « *accords [informels] qui lient les parties en ce qui concerne leurs comportements respectifs* » (Parrat, 1999, p.71). Le dirigeant peut développer ce type d'accords avec différents partenaires de l'entreprise pour s'enraciner et accroître son pouvoir face au nouvel actionnaire d'une manière générale mais aussi concernant des domaines précis de la gestion de l'entreprise. Ces contrats peuvent être passés avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise, notamment les salariés. Dans la mesure où ces relations privilégiées sont parfois essentielles au bon fonctionnement et à la réussite du projet, il est difficile de les remettre en question sans coûts plus ou moins élevés. Les contrats implicites du dirigeant avec ses partenaires jouent un rôle d'autant plus important que l'entreprise est petite et que le dirigeant est le principal interlocuteur.

Les premières et deuxièmes parties ont envisagé de manière théorique tout d'abord les dimensions de l'influence des Capital Investisseurs sur la GRH des entreprises qu'ils financent puis les modalités et les limites de cette influence. La troisième partie, empirique, confronte ces propositions aux expériences des acteurs au travers de onze cas d'entreprises financées par Capital Investissement.

Partie 3 : L'étude de l'influence des Capital Investisseurs sur la GRH au travers de onze cas d'entreprises financées par CI

3.1 Méthodologie de la recherche empirique

La partie empirique de cette étude relève d'une démarche exploratoire qui repose sur une analyse qualitative d'entretiens semi-directifs menés auprès de quatre directeurs de participation de sociétés de Capital Investissement françaises et de onze dirigeants d'entreprises appartenant à leurs portefeuilles de participations. Dans une optique longitudinale, ces entretiens ont été répétés au bout d'un an et demi. Nous avons choisi des organismes de Capital Investissement de types différents afin d'avoir une représentation des « différentes familles » de Capital Investisseurs (Hugot, 2000) et de pouvoir faire des comparaisons éventuelles. En effet, les comportements des investisseurs diffèrent selon leur domaine géographique d'intervention (national, international ou régional), l'origine des fonds qu'ils gèrent, leur degré d'indépendance par rapport à leurs actionnaires, le stade de développement auquel ils interviennent, leur degré de spécialisation dans un secteur d'activité, leur type d'intervention (prise de participation majoritaire ou minoritaire, comportement plus ou moins actif)... (Hugot, 2000). Parmi les investisseurs rencontrés, deux sont des « régionaux » intervenant en minoritaires sur des tickets moindres 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 pour des opérations de LBO. Ces derniers sont des investisseurs indépendants dont les actionnaires sont essentiellement des fonds anglo-saxons. Une des sociétés de CI régionales est filiale d'une banque ; l'autre, largement financée par le Conseil Régional, est un organisme semi-public dont la mission est de favoriser le développement économique local. Les caractéristiques des sociétés de Capital Investissement sont présentées en annexe 1. Concernant les entreprises interrogées, nous avons retenu pour notre population des entreprises du secteur industriel (ou services à l'industrie) à des stades de développement plus ou moins avancés. La population ne comporte toutefois pas d'entreprise en phase d'amorçage. Les entreprises se trouvent dans des phases de développement (produit(s) commercialisé(s), entreprise en croissance). Elles ont 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. Les principales caractéristiques des entreprises, secteur d'activité, situation économique et financière, évolution de l'actionnariat depuis leur création jusqu'en 2004, figurent en annexe 2. Le tableau de l'annexe 3 précise les personnes interrogées, les dates et les durées de chaque entretien.

Des questions concernant l'influence des CI sur les différentes dimensions de la GRH envisagées précédemment, c'est-à-dire sur les rémunérations, sur la gestion des compétences, sur le recrutement et les licenciements ou plans sociaux en cas de difficultés, ont été posées à la fois aux dirigeants et aux investisseurs⁷. Les entretiens ont été intégralement retranscrits et

⁷ Ces questions constituent un volet d'une grille d'entretiens répondant à une problématique plus large concernant la gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement (Stévenot, 2005).

ont fait l'objet d'une analyse thématique de contenu (Huberman, Miles, 1991 ; Thiétart, 1999) dont les résultats sont présentés ci-dessous.

3.2 Une intervention directe des CI dans la GRH limitée à quelques domaines

L'analyse des résultats met en évidence une influence directe des investisseurs sur la GRH limitée, essentiellement restreinte au recrutement et à la rémunération des principaux cadres d'entreprise, ainsi qu'en cas de difficultés et de non respect des objectifs fixés, à un encouragement à des plans de restructuration et des licenciements.

3.2.1 Une participation des CI au recrutement des principaux cadres

Dans le cas des CI régionaux, minoritaires, la participation des investisseurs au recrutement des cadres est davantage exprimée comme un souhait de leur part que comme une obligation. C'est à ce titre que l'investisseur régional SCI2 participe au recrutement de cadres : « *On peut intervenir dans le recrutement de gens importants ; c'est une façon pour [le dirigeant] d'avoir un avis différent, de recouper ses informations ; on peut parfois être amené à faire partie des quelques personnes qui sont amenées à rencontrer des candidats ; c'est important* » (SCI2-E1). L'investisseur précise ne pas inscrire de clause demandant obligatoirement sa participation au recrutement mais incite vivement le dirigeant à le faire en le formulant comme un souhait dans le pacte : « *On n'institutionnalise pas la chose* » ; « *On n'a jamais introduit ce genre de clause* » (DSCI2-E2). Au-delà du souhait de l'investisseur, les investisseurs régionaux considèrent que cela répond surtout à une attente des dirigeants eux-mêmes et relève d'une demande de leur part : « *simplement le dirigeant s'aperçoit souvent qu'il est un peu seul dans ce type de décision. [...] c'est vrai que ça nous intéresse, on a le sentiment de pouvoir apporter quelque chose mais c'est [au dirigeant] de faire le choix vis-à-vis de l'intéressé ou en interne. Et c'est lui qui mène l'entretien, qui l'a rencontré une première fois. Je pense que par correction et par volonté d'être conforté dans son choix, il lui arrive de nous demander... et souvent lorsque c'est le DAF parce qu'il sera celui avec qui on sera le plus en relation ne serait-ce qu'en termes de reporting* » (DSCI2-E2).

En ce qui concerne les CI nationaux majoritaires, la participation au recrutement des cadres est plus systématiquement demandée par les CI et inscrite dans le pacte : « *L'investisseur majoritaire le fait souvent, très souvent, c'est même une demande forte de sa part. L'investisseur minoritaire est intéressé [...] ça ne fait pas partie d'une clause contractuelle* » (DSCI2-E2). Le directeur de SCI3 estime en effet qu'à partir d'un certain niveau il est bon que l'actionnaire soit informé, voire consulté : « *Ca fait partie des choses importantes dont l'actionnaire et le management doivent parler. Une société qui recrute un directeur commercial en charge des ventes quelque part c'est bon que l'actionnaire soit au courant* » (SCI3-E2).

En participant ainsi au recrutement, des cadres en particulier, l'investisseur s'assure que les nouvelles recrues ont une culture, un esprit compatible, voire affine, avec les investisseurs financiers, qu'ils adhèrent à leur logique. Cette sélection à l'entrée conduit à renforcer dans l'entreprise le consensus autour de la logique du Capital Investissement : « *Il s'agit de voir comment le relationnel passerait. C'est un test de l'aptitude du candidat pour voir comment il se comporterait face à un actionnaire, pour voir son état d'esprit. Dans certaines affaires, les cadres d'une certaine étoffe accèdent au capital un jour ou un autre, ce sont des plans de stock options, ils vont devenir actionnaires à côté de nous. C'est intéressant d'avoir un échange avec eux* » (DSCI2-E2). Les expériences en termes de participation au recrutement des principaux cadres de SCI1 et SCI4 sont similaires.

3.2.2 Une intervention des CI sur les restructurations et les licenciements en cas de non satisfaction

Le directeur de SCI1 reconnaît avoir incité, dans certains cas, le dirigeant à effectuer des remplacements, notamment concernant la fonction financière : « *Ca m'est arrivé de donner un avis plutôt réservé sur un DAF, beaucoup moins sur un directeur marketing car on a moins de contacts avec ces gens là. Oui, on peut dire « cette personne là n'est pas adaptée ». Ca arrive* » (SCI1-E1). Le directeur de SCI4 dit le faire dans un tiers des cas : « *Il arrive de façon assez fréquente qu'une partie de l'équipe ne se révèle pas à la hauteur ou qu'il y ait des carences. [...] On en parle avec le patron : on voudrait renforcer la fonction marketing, la fonction financière... La fonction financière, en général, on est assez demandeur. On a le point de vue sur ce qu'est un bon directeur financier, ça au moins on sait le dire. Sur l'opportunité de recruter un patron de développement, un directeur industriel...c'est plus en coopération avec le management. Et puis, il peut se révéler des faiblesses, on en discute avec le patron, on lui demande : « qu'est-ce que vous en pensez ? Est-ce qu'il ne faudrait pas le seconder par quelqu'un d'autre ou orienter sa fonction différemment ? »* » (SCI4-E1).

Le directeur de participations de SCI3, reprenant la réponse faite par le passé à un représentant syndical, assure n'avoir jamais investi dans une entreprise en ayant par avance l'intention de faire un plan de restructuration pour la revendre ensuite plus cher. Cependant, il admet avoir été à l'origine de licenciements lorsque les entreprises étaient en difficulté, c'est-à-dire qu'elles n'étaient plus rentables ou plus suffisamment pour satisfaire le service de la dette et les attentes de plus-values des investisseurs : « *On s'est fixé comme règle de ne pas mettre d'argent... de ne pas racheter une société en se disant qu'on va réinvestir pour financer un plan de restructuration et que comme ça on pourra la revendre plus cher. Et ça, je pouvais lui prouver sur les douze dernières années qu'on ne l'a jamais fait. Donc on ne le fait pas. Je lui ai dit aussi que ce n'est pas parce que, nous, on ne le fait pas qu'il n'y en a pas d'autres qui le font. Au contraire je connais beaucoup de fonds qui le font. Et puis troisième point, c'est que ça nous est arrivé de licencier dans certains cas parce qu'il le fallait. Il faut s'adapter en permanence. Une boîte c'est un truc qui respire, qui s'adapte* » (SCI3-E2). Le dirigeant de Contrôle reconnaît que les investisseurs, ayant des exigences de résultats élevées, exercent, en cas de difficulté, une pression à la restructuration et aux plans de licenciements : « *Il y a une pression sur le résultat et la gestion de ce résultat. Donc il y a une pression pour qu'en cas de difficultés il y ait des plans de retournement. [...] Mais c'est vrai que pour l'environnement bancaire et les fonds, quand on est en difficulté et qu'on dit qu'on va licencier, ça rassure tout le monde...même si c'est une connerie majeure. Et c'est là le rôle du management d'avoir un plan de retournement qui soit clair et communiquer là-dessus... [...] En cas de difficultés, cet environnement ferait volontiers le procès au management de ne pas être assez dur* » (DContrôle-E1).

3.2.3 Une implication dans la rémunération des principaux cadres

Concernant la politique de rémunération, les investisseurs n'interviennent qu'au niveau du dirigeant et des principaux cadres. Le dirigeant de Transport explique que dans le pacte d'actionnaires en 2000, des clauses l'obligeaient à soumettre aux CI les décisions d'augmentation salariale de l'encadrement. Le dirigeant se dit d'accord avec ce principe : « *Valider les augmentations de l'encadrement, des 10 personnes qui pilotent [Transport], je crois que c'est normal parce qu'un dirigeant pourrait aussi abuser, du jour au lendemain, il double son salaire. Non, je pense que c'est le rôle d'un investisseur* » (DTransport-E1). Le directeur de SCI3 est rarement intervenu sur les questions de rémunérations à l'exception d'un cas. L'intervention concernait alors une augmentation que s'était attribué le dirigeant : « *Il n'y*

a qu'une société sur laquelle on a bloqué l'augmentation du président. Le type, on lui a dit : « Vous n'êtes pas la plus grande de nos sociétés, vous n'êtes pas la plus rentable et vous avez le plus gros salaire, ça ne va pas, on ne peut pas. Donc c'est non », « On vous aime bien mais on ne peut pas vous dire oui ». Mais tout le reste, c'est au management, c'est pas à l'actionnaire, on ne veut pas rentrer dans ce débat-là » (SCI3-E2).

Dans les cas de LBO, ce sont les investisseurs qui proposent à certains cadres de participer au capital notamment : *« C'est eux qui proposent à certaines personnes de rentrer dans le capital. Ils ont proposé à certains managers de rentrer » (DFour-E1).* Cette intervention s'inscrit dans la logique d'incitation du management par son adhésion aux intérêts des actionnaires.

3.3 Une influence indirecte des CI sur la GRH réelle mais faible

3.3.1 Une influence sur les représentations du dirigeant perceptible

Nous avons vu que, sous la pression du groupe, l'individu fait siennes un certain nombre de valeurs, de normes de comportements. Dans la situation qui nous intéresse, on observe une tendance des dirigeants à s'imprégner des valeurs, des logiques financières à court ou moyen terme des CI. Ce phénomène a une influence indirecte sur l'ensemble de la direction et de la gestion stratégique de l'entreprise dont fait partie la gestion stratégique des ressources humaines.

L'apprentissage en termes de GRH stratégique que réalise le dirigeant d'entreprise bénéficiant d'une certaine expérience est faible dans la mesure où l'investisseur n'a pas de compétences spécifiques en la matière. L'investisseur SCI4 reconnaît avoir incité l'équipe dirigeante de Câble à privilégier l'intérim plutôt que l'embauche puis à réfléchir à un plan de restructuration prévoyant des licenciements lorsque les résultats de l'entreprise se dégradaient. Il présente ces recommandations comme des principes généraux permettant une réduction de charges immédiates mais considère que cela relève de la compétence de l'équipe managériale et non pas de la sienne. La limite est clairement posée par l'investisseur : *« Je leur dis : « Vous êtes le management. Moi, je peux donner des directives. Typiquement voilà les axes. Si j'oublie des axes, prenez un conseil extérieur spécialisé qui puisse vous aider à identifier les axes de génération de liquidité et de réduction de charge. Je pense que vous avez une équipe suffisamment compétente [...]. Moi, je n'accepterai pas qu'on passe deux-trois exercices difficiles » » (SCI4-E2).*

L'influence des CI observée ne relève pas d'un mécanisme de coercition ou d'un apprentissage à proprement parler mais plutôt d'une logique mimétique. Elle se réalise suivant des mécanismes d'intériorisation (le dirigeant fait sien le système de valeur au point de ne plus percevoir qu'il a fait l'objet d'influence) et de suivisme (il y a acceptation publique d'un comportement ou de valeurs tout en gardant un recul suffisant pour percevoir l'influence). Souvent, l'influence est en partie consciente, en partie inconsciente. Comme l'exprime le dirigeant de Rondelle, l'engagement dans la coopération avec l'investisseur implique un travail conjoint de définition de la valeur de l'entreprise. Cette logique marque nécessairement les représentations des individus tout le temps de la coopération : *« On a eu une discussion sur la revalorisation parce qu'à partir du moment où il y a une entrée de capital, on a eu tout un travail commun de définition de la valeur de l'entreprise » (DRondelle-E1).* On observe que les dirigeants accordent une attention particulière aux ratios financiers auxquels les investisseurs sont eux-mêmes attentifs. Le dirigeant de Papier témoigne avec précision d'une intériorisation des valeurs et des logiques financières des investisseurs. Il reconnaît ainsi que sa vision stratégique est largement influencée par les critères financiers : *« Eux, ils apportent à la vision stratégique que j'ai une dimension financière bien plus importante,*

systématiquement, puisque je sais que je vais dialoguer avec eux, je la ramène dans des critères financiers. Ca veut dire que je sais très bien que si j'ai des projets de développement, de rachat, il faut que je me dise « ok, c'est bien mais il faut que tu aies la traduction financière, est-ce que ton retour sur investissement pour tes capitaux-risqueurs est bon ? » » ; « Les capital-risqueurs, c'est important pour moi, à partir du moment où ils vous mettent toujours en parallèle avec ce que doit valoir votre entreprise et au prix qu'ils ont payé au démarrage, systématiquement, quand vous avez une réflexion quelle qu'elle soit, vous pensez à ce que vous allez faire donc au marché et vous pensez à ce qu'on appelle « la sortie ». Donc très clairement, moi, à chaque fois que je pense à ma stratégie –donc ils jouent quand même sur ma stratégie–, ma stratégie pour moi de revendre mes actions mais pour eux aussi et je me dis : si je veux qu'on revende les actions à tel prix et qu'en plus de ça la prime soit très importante parce que ça multiplie par deux ou par trois ce qu'on peut faire. [...] Et quand on pense à la sortie, ça veut dire qu'on pense à la stratégie à se fixer pour que l'affaire prenne de la valeur. Il faut qu'elle soit sexy l'affaire, vendeuse, il faut qu'elle fasse des résultats et qu'elle ait des marques, qu'elle ait quelque chose qui lui donne une valeur. Les capital risqueurs vous obligent inconsciemment –ce n'est pas conscient, ils ne vous le demandent pas– ; ils vous obligent inconsciemment à connaître la valeur de votre entreprise et sa valeur de sortie. Vous avez à l'esprit « à qui je peux la vendre dans 4 ans si je veux la vendre pour qu'elle vaille cher ? » » (DPapier-E1).

Le LBO, montage qui accompagne souvent les financements par CI des entreprises en croissance, nécessite une attention particulière à certains chiffres et renforce le phénomène d'intériorisation ou de suivisme : « Forcément s'il y a des capital risqueurs, vous êtes obligé dans la gouvernance d'entreprise d'obéir à des règles de rentabilité donc je les surveille très ardemment » (DPapier-E1). Le dirigeant de Câble est très affirmatif lorsqu'on lui demande s'il est plus attentif aux critères financiers pour gérer l'entreprise, à sa valorisation à court terme, qu'auparavant, lorsque l'entreprise était filiale d'un groupe industriel : « Dans un groupe j'avais pas à réfléchir à tous ces trucs là, je me considérais vraiment comme un employé. [...] Ah non, pour moi c'est une implication totalement différente. Quand il n'y a plus de fric sur le compte chèque, c'est dur. [...] Il y avait tout un tas de gens qui géraient...bon qui coûtaient cher mais qui géraient pour optimiser les impôts des trucs comme ça...Aujourd'hui on fait par nous-mêmes et je peux vous dire qu'on apprend et c'est merveilleux d'apprendre. Bon j'ai appris tout ce qui était le management sous PHILIPS, plans d'actions, gestion du temps... Mais là maintenant on apprend à optimiser les ressources de l'entreprise » (DCâble-E1). Les exigences financières liées au remboursement de la dette influencent la gestion de l'entreprise. Le dirigeant cherche à réduire les coûts, en particulier les coûts salariaux. Ceci implique des réductions d'effectifs, dès que les difficultés se font sentir et une volonté de supprimer des avantages salariaux tels que la participation financière : « On avait voulu éliminer la participation pour mieux rembourser la dette. Puis bon, c'est apparu complexe. Mais en francs chaque année c'est un million, un million cinq qui part en participation. J'en touche donc j'ai rien à dire mais je préférerais rembourser la dette avec ce million cinq de francs. En ce moment ça tire sur la corde. Je sais qu'en novembre on a un remboursement à faire, je ne sais pas trop comment je vais faire » (DCâble-E1). Le phénomène est d'autant plus intense que l'entreprise rencontre des difficultés. On l'observe dans le cas de Four : « A court terme pas de croissance. A court terme rentabilité. [...] Aujourd'hui mon objectif c'est d'abord de gagner de l'argent, que les gens qui ont voulu travailler avec moi sortent avec un projet réussi » ; « Il faut qu'on commence à gagner de l'argent, à préparer la troisième cession » (DFour-E1).

Ainsi, les discours de tous les dirigeants sont imprégnés du vocabulaire des Capital Investisseurs (EBITDA, cash flows...). Par exemple, en exposant sa conception de la valeur, simple et financière, il apparaît que le dirigeant de Contrôle a complètement intégré le langage

et les indicateurs normatifs des investisseurs au cours de ses expériences de manager intérimaire : *« La valeur de l'entreprise c'est grosso modo deux paramètres. Premier paramètre, c'est une position stratégique, deuxième paramètre, c'est son volume de free cash flow. Donc le meilleur moyen de donner de la valeur à une entreprise c'est de l'acheter pas cher. Deuxième méthode c'est d'augmenter le free cash flow. Et la méthode la plus payante c'est d'augmenter sa valeur stratégique. Le rachat d'une boîte c'est un coefficient qui est multiplié par son free cash flow. Pour une boîte dont la valeur stratégique est un peu standard, son coefficient va être 6. Pour une boîte qui a une valeur stratégique importante pour celui qui va l'acheter ou même pour la bourse, c'est un coefficient qui va valoir 10, 12, 20. Donc il vaut bien mieux jouer sur le coefficient...enfin il faut jouer sur les deux... parce que s'il n'y a pas le free cash flow, ça rejaillit sur sa position stratégique en disant : il y a quelque chose qui ne va pas. Mais le coefficient stratégique est bien avant le volume de free cash flow »* (DContrôle-E1). Ce résultat est important car il conduit à penser que la stratégie des dirigeants d'entreprises financées par CI, en particulier la gestion stratégique des ressources humaines, est profondément et durablement influencée par ces logiques financières.

3.3.2 Une influence sur les représentations et l'attitude des salariés faible

Les salariés sont plutôt inquiets de l'arrivée des CI au capital de l'entreprise. Ceci demande au dirigeant une communication adéquate pour les rassurer. D'après le dirigeant de Contrôle, les salariés sont insécurisés d'une part parce que les exigences de rentabilité et de remboursement du service de la dette mettent l'entreprise sous tension et imposent une productivité et une efficacité aux salariés, et d'autre part parce que les salariés craignent aussi les restructurations liées à la vente de l'entreprise et les incertitudes liées aux changements d'actionnaires relativement fréquents : *« Ca ne les sécurise pas à deux titres. D'un côté, ils se disent : « on va être vendu et si on est vendu, il va y avoir des restructurations ». D'un côté, ils se disent : « le service de la dette est lourd... » »* (DContrôle-E1). Tout comme les dirigeants de Papier et de Contrôle, le dirigeant de Four témoigne également : *« Les gens n'aiment pas. J'ai dû en parler, oui. Puis, aujourd'hui, au niveau des CI, qu'il y ait une personne physique qui a remis de l'argent, ça c'est plutôt rassurant. Mais pour les salariés c'est pas bon. Ils savent qu'ils vont être revendus, ils ne savent pas à qui. Ils savent que les gens sont là pour faire du court terme. Ce n'est pas une bonne image »* (DFour-E1). Le dirigeant nuance toutefois : *« Ca dépend des niveaux. Pour les cadres dirigeants, c'est bien... »* (DFour-E1), à cause du système d'intéressement et de participation au capital qui peut être lucratif.

Le directeur de participations de SCI4 reconnaît que l'arrivée de l'investisseur et le système de LBO peut générer des tensions chez les salariés à cause de nouvelles contraintes. En particulier la distribution de dividendes aux actionnaires se traduit par une diminution de la participation. Pour maintenir un bon climat social, la solution selon le directeur de SCI4 consiste alors à mettre en place des systèmes compensatoires, d'intéressement aux objectifs par exemple. Il a conscience du risque d'être mal perçu par les salariés et des conséquences sur la motivation au travail : *« Ca dépend de notre comportement. Dans le schéma de LBO où nous demandons la distribution de dividendes, il peut y avoir une réaction des salariés dans la mesure où la dette que l'on met en place peut réduire la participation des salariés, le montant. Il y a parfois des réactions. On est des gens fair : dans ces cas-là, on met en place un système d'intéressement qui compense. [...] Par ailleurs, c'est quand même notre intérêt que les gens travaillent, soient heureux et qu'il n'y ait pas de grève. On essaye de les éviter »* (SCI4-E1).

Les premières questions et inquiétudes passées, les salariés sont plutôt indifférents à la présence des investisseurs en tant qu'actionnaires, d'une part parce que cela ne les intéresse

pas, qu'ils ne comprennent pas nécessairement, d'autre part parce qu'ils ne voient, à l'usage, aucun changement dans leur travail. Le dirigeant de Rondelle explique que les salariés ne s'intéressent pas au mode de financement de l'entreprise : « *C'est indifférent pour eux. [...] le personnel ne s'intéresse pas à ces choses-là* » (DRondelle-E1). De manière concrète, dans le cas de Papier, une entreprise qui n'a pas rencontré de difficultés importantes, financée par des CI régionaux, les salariés n'ont pas vu de changement pour eux : « *Ils ont vu que les salaires continuaient d'augmenter. Ils ont vu qu'il y avait une participation, un intéressement. Pour eux, ils n'ont vu aucun changement. Ils ont vu qu'aujourd'hui ça n'a pas bridé les investissements, ils se rendent compte que l'usine va doubler de surface. Donc je pense que c'est neutre pour eux* » (DPapier-E1).

3.4 Les limites de l'influence des CI sur la GRH : un état de réactance et un enracinement du dirigeant forts

On relève plusieurs limites à l'influence des CI sur la GRH de l'entreprise, qu'elle soit directe ou indirecte. Un premier type de limite vient de l'attitude des CI qui reconnaissent ne pas avoir de compétences spécifiques pour ces dimensions de la gestion de l'entreprise et qui craignent d'engager leur responsabilité. Le second type de limite est lié à l'état de réactance du dirigeant particulièrement vif en ce qui concerne l'intervention des investisseurs dans la GRH de l'entreprise.

3.4.1 Une attitude prudente des CI : la reconnaissance d'un manque de compétences spécifiques et la crainte d'engager leur responsabilité

D'une manière très générale, tous les investisseurs rencontrés soulignent leur manque de compétences spécifiques et ainsi de légitimité pour conseiller de manière précise et intervenir dans la GRH de l'entreprise. Ceci relève de la compétence du dirigeant. Cet avis est largement partagé par les dirigeants. Le directeur de SCI4 explique que son équipe de gestion n'a ni les compétences, ni le temps pour se substituer au dirigeant : « *[...] Dans notre métier, actionnaires financiers, on gère un portefeuille d'une vingtaine de participations. Notre équipe est petite. Il est exclu pour nous de s'immiscer dans la gestion des affaires parce qu'on n'est pas compétent, on ne connaît pas suffisamment bien le marché, l'environnement, parce qu'on a d'autres participations à suivre. Il serait aberrant, pour des gens comme nous, de gérer une affaire à la place du patron. Notre philosophie c'est vraiment de prendre une équipe le plus souvent dans l'entreprise elle-même et de la laisser gérer son entreprise* » (SCI4-E1). Le directeur de SCI2 estime que ses conseils relèvent alors davantage de son expérience en tant que dirigeant lui-même d'une petite entreprise : « *On n'a pas non plus la science infuse et nous ne sommes pas des spécialistes de l'organisation ... même si on est nous-mêmes des chefs d'entreprise. Simplement, on a la chance d'avoir vu beaucoup d'expériences se dérouler, de nombreux cas de figure. On peut donc en tirer la quintessence et en faire la synthèse et dire ce qui a mal fonctionné dans certains cas, donc ça c'est faire jouer notre expérience* » (DSCI2-E2).

Au-delà du manque de compétences spécifiques, l'ensemble des acteurs rencontrés témoigne de la volonté des investisseurs de ne pas s'impliquer trop dans la direction de l'entreprise pour ne pas engager leurs responsabilités et être condamnés en cas de difficultés. Le dirigeant d'Intérimaire estime que si les investisseurs ne s'impliquent pas davantage dans la gestion stratégique de l'entreprise, c'est parce qu'ils ne le souhaitent pas : « *Je crois que ce n'est pas trop ce qu'ils veulent parce que, je pense que leur but à eux c'est d'investir au maximum dans de nombreuses entreprises, mais de diriger les entreprises, ce n'est pas ce qu'ils veulent, du moins les gens que je connais, ils ne cherchent pas à faire ce genre de chose* » (DIntérimaire-

E1). SCI4 exprime sa crainte à ce niveau : « *Il y a eu quelques jurisprudences qui nous invitent à être prudents là-dessus* » (SCI4-E1).

Le directeur de SCI3 témoigne que, de plus en plus souvent, les cadres d'entreprise qui postulent à un recrutement dans l'entreprise demandent à rencontrer les investisseurs. Mais il évite ces rencontres pour ne pas empiéter sur le territoire du dirigeant : « *Ce qui commence à se faire d'ailleurs, c'est que quand des gens postulent pour ce genre de poste, ils savent qu'il y a des actionnaires financiers, certains demandent à les rencontrer et ils nous posent des questions : « est-ce que vous êtes du genre à vendre dans trois mois ? Quelle est votre stratégie ? » Enfin, ils aiment bien... Alors on n'aime pas trop non plus parce qu'on ne veut pas court-circuiter. Le CEO c'est lui qui est le responsable hiérarchique de la société, c'est le chef* » (SCI3-E2). Dans la même logique, l'investisseur SCI4 souligne la nécessité de manier son droit de veto concernant l'embauche avec prudence compte tenu du fait qu'il n'est pas spécialiste du domaine et surtout qu'il ne veut pas se substituer au dirigeant. Il s'agit d'une relation de confiance avant tout, que l'investisseur qualifie de consensuelle. Lorsqu'un doute existe, l'investisseur laisse le dirigeant prendre la décision mais pose des contraintes et exerce une surveillance : « *On a plutôt tendance à dire : « allez-y, essayez mais je veux mettre en place un suivi étroit de cette personne pour voir si... » ou on fixe des objectifs et on voit au bout de six mois, comme si elle était à l'essai. Puis on voit, si la personne ne va pas, on prend des mesures. Donc c'est très consensuel* » ; « *On fonctionne comme ça dans toutes les participations : c'est le patron qui décide, il a droit à l'erreur, bien sûr, on a tous droit à l'erreur, quelques erreurs. Mais une erreur qui se répète, une erreur du patron qui s'enferme dans une vision, une stratégie...on en tire les conséquences* » (SCI4-E2).

3.4.2 Une attitude méfiante et défensive des dirigeants : la mise en évidence d'un état de réactance psychologique

Les interventions des CI dans la gestion des ressources humaines de l'entreprise sont souvent délicates car elles peuvent être vécues comme une ingérence de la part de l'investisseur. Conformément aux prédictions de la théorie de la réactance psychologique, la réactance est plus forte chez les dirigeants minoritaires face aux investisseurs majoritaires qui exercent une contrainte réelle ou menacée plus importante.

Le dirigeant de Contrôle refuse quant à lui de manière catégorique l'intervention des investisseurs dans le recrutement. Il considère que ce n'est pas leur rôle : « *Moi, je suis intransigeant là-dessus. Il y a le rôle des actionnaires et le rôle du management et ce n'est pas la même chose. [...] il ne faut pas mélanger les genres. [...] Mais il y en a qui le demandent ça je sais* » (DContrôle-E1). Le dirigeant reconnaît demander conseil éventuellement aux investisseurs à ce sujet mais l'initiative doit venir de lui, sinon cela est vécu comme une privation de sa liberté, de son autonomie. Lors du second LBO, le dirigeant considère que les nouveaux investisseurs peuvent tout à fait vouloir intervenir dans la gestion des ressources humaines mais maintient sa fermeté à résister à cette intervention : « *Je ne les laisserai pas faire. [...] c'est quelque chose que je ne veux pas laisser faire. L'actionnaire doit avoir un rôle, le management doit avoir un autre* » (DContrôle-E2).

Par rapport à certains conseils ou à l'intervention des investisseurs qui, selon lui, outrepassent leur pouvoir, le dirigeant de Papier manifeste également une opposition catégorique. Ainsi, si les investisseurs incitent fortement le dirigeant à recruter un cadre, le dirigeant l'interpréterait comme une remise en question de l'équipe en place et ferait en sorte de rejeter le candidat : « *Si demain, je sentais venir un capital investisseur qui me disait : « Je connais quelqu'un qui ferait un très bon directeur commercial », je me dirais : « Bon, je vais le rencontrer mais je ferai tout pour le démolir », parce que je me dirais très clairement que c'est quelqu'un qu'ils veulent faire rentrer dans l'entreprise pour casser l'équipe en place* »

(DPapier-E1). Là encore, la GRH et le choix des personnes travaillant dans l'entreprise doivent rester l'apanage du dirigeant. Le dirigeant de Papier craint que les investisseurs cherchent à introduire « leurs copains », pour reprendre un terme fréquemment employé par les dirigeants à ce propos. Dans la mesure où il s'estime polyvalent en gestion, de par sa formation et son expérience, le dirigeant de Papier explique qu'il n'accepterait pas de recevoir de conseils, qu'il jugerait condescendants, d'un directeur de participation d'une SCI.

Le dirigeant de Pharmacie manifeste un état de réactance particulièrement vif à l'idée que les investisseurs puissent intervenir dans l'organisation ou la gestion de l'entreprise, en particulier dans le recrutement qui est clairement sa chasse gardée : *« Il ne manquerait plus que ça encore ! [...] Ça, c'est lorsqu'ils ont le contrôle, ici ils ne contrôlent rien. Si un jour ils veulent, si ça doit être comme ça, moi, je ne resterai pas actionnaire. Tant que je suis actionnaire, je contrôle. Autrement ils contrôlent mais je ne suis plus actionnaire. Je ne veux pas avoir 80 ou 90% de mon patrimoine dans cette société et laisser un « crâne d'œuf » de Paris prendre les décisions à ma place. Ça c'est pas possible. Bon je dis ça d'autant plus maintenant que j'ai acquis un peu de légitimité parce qu'on a quand même un taux de croissance pas trop mauvais, ça marche donc... »* (DPharmacie-E1). Il est clair ici que les interventions sont vécues comme une remise en cause de ses compétences. L'intensité de la manifestation de sa réactance est d'autant plus vive qu'il a acquis une assurance quant à ses compétences, conformément aux propositions de la théorie.

La réactance des dirigeants est également d'autant plus forte qu'ils appartiennent à des groupes différents de ceux des investisseurs. Les dirigeants de PME régionales considèrent que les investisseurs nationaux, souvent issus des grandes écoles de commerce, appartiennent à un groupe très éloigné du leur et les estiment plus méprisants que les investisseurs régionaux, jugés plus accessibles. Le dirigeant de Papier décrit très précisément ce sentiment à l'égard des investisseurs nationaux : *« Plus d'une fois, j'ai retrouvé devant moi des gens issus de grandes écoles [...] qui paradent parce qu'il a fait une école de commerce, [ils font] partie de l'élite de la nation française. [...] La manière dont je vous parle, ce n'est pas forcément la manière dont vous parle un HEC, un ESSEC que vous voyez à Paris [...]. Je me rappelle d'une fois où j'avais vu deux jeunes c... en face de moi de 25, 26 ans qui commençaient à me mettre des mots anglais dans la conversation : « vous comprenez, là votre return on investment ne respecte pas du tout les critères, votre core business n'est pas du tout dans la target », je ne le supporterais pas. [...] Je leur dis : « Vous savez, moi, je suis quelqu'un de PME, je ne comprends pas bien « la target » »... Donc si j'ai ça en face de moi, ça se passera forcément mal. [...] Je n'accepterais pas qu'ils remettent en cause ce que je fais »* (DPapier-E1).

3.4.3 Les possibilités d'enracinement du dirigeant : l'importance des contrats implicites avec les salariés

La maîtrise des Ressources Humaines constitue un enjeu de pouvoir en cas de conflit entre investisseur et dirigeant au-delà des seules questions de GRH. L'importance du dirigeant pour ses salariés lui confère une possibilité d'enracinement. La force des contrats implicites qui lient le dirigeant aux salariés limite ainsi la capacité de l'investisseur à intervenir dans ces relations et dans la GRH de l'entreprise. Le directeur de SCI4 souligne l'importance des relations souvent personnelles, affectives fortes qui lient les salariés au dirigeant, à tel point que le limogeage du dirigeant est bien plus risqué que dans les grandes entreprises cotées : *« Dans une PME, il est très compliqué de changer l'équipe de direction. Du fait de la taille réduite, c'est souvent des relations très intuitu personae entre les gens et l'équipe, entre l'affaire et le patron, c'est compliqué et risqué de greffer un nouveau venu qui remplace une personne qui était très attachée à son affaire. C'est la chose qu'on n'aime pas faire et que*

l'on ne fait que lorsque l'alternative de garder la personne est préjudiciable à l'investissement » ; « La PME c'est un patron, souvent une équipe réduite en-dessous, parfois pas d'équipe donc il est incontournable souvent dans son entreprise. Le risque qu'il y a à le limoger est énorme. Le risque de déstabilisation de l'affaire est tel que je crois qu'on préférera faire une moins belle opération que de risquer d'en faire une très mauvaise » (SCI4-E1). Le dirigeant de Four reconnaît quant à lui avoir bénéficié de l'existence de ce type de contrats : « Si je suis resté dans cette période de troubles, c'est que certainement ils ont eu la perception que j'étais...indispensable, non, on n'est jamais indispensable mais que j'étais important dans le dispositif parce que, que ce soit dans le domaine technique, commercial ou vis-à-vis du personnel, j'avais une empreinte forte » (DFour-E1).

Dans le cas de Puce, pour permettre le départ du dirigeant, les investisseurs nationaux ont essayé de rompre le contrat implicite qui le liait à ses salariés. Le dirigeant dénonce ces tentatives de la part des investisseurs : « Je crois que les capital-risqueurs devraient rester à leur place et pas avoir de rapports avec les salariés des entreprises. [...] Ca leur arrive et c'est une erreur...En tout cas, ça doit se faire en toute transparence avec le dirigeant, dans le cadre d'une rencontre formelle, à [Puce] avec les uns et les autres. Sinon, c'est... » (DPuce-E1). En manipulant ses équipes, les investisseurs voulaient faire perdre au dirigeant la confiance et le soutien de ses salariés et lui enlever sa légitimité. Des promesses de promotions ont été faites à certains, les points de divergence entre le dirigeant et certains salariés ont été soulignés et ravivés par les investisseurs : « Il y a eu en fait une manipulation de mes équipes. Ils avaient promis à la responsable administrative et financière qu'elle serait la DG de la société, au directeur technique, ils ont promis d'élargir ses responsabilités alors que moi, j'avais tendance à vouloir faire sous-traiter par des gens comme Alcatel. Donc c'est une personne qui aurait perdu du pouvoir » ; « Ils ont fait courir des rumeurs au niveau de la boîte. [...] On casse un homme complètement, on lui enlève tout ce qu'il peut avoir, déjà on lui enlève ses troupes, les différents directeurs de la société qu'on met dans sa poche. On casse l'image de marque du dirigeant en laissant penser qu'il ne travaille pas tant que ça... » (DPuce-E2). La chargée d'affaire de SCI2 confirme que les investisseurs nationaux ont utilisé cette stratégie pour faire pression sur le dirigeant. Ce faisant ils ont enlevé au dirigeant sa crédibilité auprès des salariés et sa légitimité à diriger l'entreprise : « Les investisseurs nationaux ont pris des contacts avec les gens de l'entreprise avec lesquels ils avaient un peu plus d'accointances. A partir du moment où le président du conseil de surveillance qui était cet investisseur financier veut court-circuiter le président du directoire...[...] et ça a eu des conséquences sur son aura, sa crédibilité avec ses partenaires industriels, commerciaux mais aussi par rapport aux salariés. De toute façon, il a perdu toute légitimité à diriger » (CASI2-E2). De la même manière que la théorie de l'enracinement du dirigeant envisage le recours au soutien des salariés pour éviter à ce dernier d'être limogé ou conserver sa latitude managériale, l'investisseur peut donc se servir des salariés de l'entreprise comme moyen d'étendre son pouvoir face au dirigeant et de faciliter son éviction. Cette stratégie a certes été efficace en partie mais elle a précipité la fin de l'entreprise : « ça a conduit à rendre la société ingérable, ingérable » ; « Le personnel n'a plus compris non plus qui les dirigeait. Il y a eu une refonte de l'organigramme. Il y a eu des licenciements. Il y a des gens qui sont partis spontanément. Tout s'est délité petit à petit ». (CASI2-E2).

Conclusion

Même si les divergences entre les logiques financières et RH sont nombreuses et polymorphes, une convergence est possible au travers des processus de création de valeur de l'entreprise, dont les ressources humaines peuvent être l'un des fondements. Dans le cas des

entreprises financées par Capital Investissement, on s'attend dès lors à ce que les Capital Investisseurs exercent une influence sur la GRH. La littérature à ce sujet est restreinte et montre une influence qui se limite à la GRH appliquée aux cadres dirigeants (en termes de recrutement et de rémunération principalement). La recherche que nous avons menée vise par conséquent à mieux comprendre quelles sont les dimensions de la GRH qui sont influencées par les CI, mais également comment s'opère cette influence (de manière directe et indirecte) et quelles sont les réactions des dirigeants des entreprises concernées. Concernant les modalités d'influence, on relève en théorie plusieurs mécanismes. On distingue en particulier les mécanismes coercitifs, par lesquels les investisseurs qui ont le contrôle financier imposent aux dirigeants de suivre des comportements répondant à leurs intérêts. Les mécanismes cognitifs, suivant des logiques informatives et normatives, peuvent également expliquer la diffusion des représentations des investisseurs. Face à ces pressions explicites et implicites, les dirigeants ont plusieurs réactions possibles allant de la soumission à la réactance psychologique et l'enracinement. La théorie de l'enracinement du dirigeant bien connue dans les travaux sur la gouvernance est ici éclairée en amont par la théorie de la réactance psychologique afin d'en comprendre les raisons non seulement économiques mais aussi cognitives et psychologiques et l'intensité.

Une étude longitudinale de onze cas d'entreprises financées par CI a été réalisée par le biais d'entretiens semi-directifs qui se sont déroulés avec quatre représentants de sociétés de CI et onze dirigeants d'entreprises de leurs portefeuilles. Deux entretiens ont été réalisés avec chacun des acteurs concernés, à un an et demi d'intervalle. Tous ont fait l'objet d'une retranscription exhaustive suivie d'une analyse thématique de contenu. Les résultats mettent en évidence l'existence d'une intervention directe des CI dans la GRH, néanmoins limitée à quelques domaines, confirmant ainsi la littérature. Leur influence s'exerce principalement sur le recrutement des principaux cadres de l'entreprise et sur leurs mécanismes de rémunération. Elle est particulièrement forte sur le recrutement ou le remplacement des cadres de la fonction financière et renvoie plus largement à la volonté des CI de professionnaliser l'équipe de management dans son ensemble. L'influence sur le volume d'emploi des entreprises n'est pas négative, en ce sens que les CI rencontrés n'ont pas pour principe de gestion de réduire les effectifs salariés à moins que cela ne s'impose en situation de baisse des performances menaçante pour eux. Il faut souligner toutefois que la nature de l'influence en termes de GRH dépend du profil de l'investisseur, en particulier du fait qu'il est majoritaire ou non. Elle est indicative concernant les CI minoritaires régionaux et plus directive voire impérative en cas de difficultés persistantes en ce qui concerne les CI nationaux majoritaires. L'apprentissage en termes de GRH que réalise le dirigeant au contact de l'investisseur est faible, dans la mesure où le premier dispose d'une expérience en la matière et que le second n'a pas de compétences spécifiques. Cependant on observe que le dirigeant s'imprègne des représentations des investisseurs suivant une logique mimétique, correspondant à des mécanismes d'intériorisation et de suivisme. Les discours même du dirigeant sont imprégnés du vocabulaire des CI. A l'arrivée des investisseurs, les salariés manifestent des inquiétudes, ce qui nécessite une communication spécifique de la part du dirigeant. Dans la mesure où le financement par CI n'entraîne pas de changement pour ces salariés (en dehors des principaux cadres), l'influence sur leurs représentations et leurs attitudes est faible. Une limite majeure de l'influence des investisseurs sur la GRH tient à l'état de réactance et à l'enracinement du dirigeant forts. En effet, les interventions des investisseurs dans la GRH de l'entreprise sont rapidement vécues comme une ingérence de l'investisseur dans un domaine de gestion qui relève, pour le dirigeant, de ses seules compétences. La réactance est d'autant plus forte que l'investisseur est majoritaire (contrainte forte, ascendant hiérarchique élevé) et que le représentant de la société de CI appartient à un groupe social différent du dirigeant. Dans la mesure où son rôle dans une PME non cotée est central, le dirigeant bénéficie d'un

enracinement fort, en particulier grâce aux contrats implicites établis avec les salariés. Dans ces conditions, les investisseurs adoptent une attitude prudente, qui se justifie en outre par la reconnaissance d'un manque de compétences spécifiques en termes de GRH ainsi que par la crainte d'engager leur responsabilité.

Cette recherche a ainsi permis de préciser et d'illustrer les dimensions de l'influence des investisseurs sur la GRH des entreprises financées et surtout d'en comprendre les limites. Certes, aucune généralisation des résultats n'est possible en raison du petit nombre de cas considérés. De plus, certains résultats peuvent dépendre du caractère relativement avancé des entreprises étudiées. On peut penser notamment que l'intervention directe et l'influence des CI sur la GRH est plus importante dans des entreprises plus jeunes, en création. Plusieurs travaux ont déjà mis en évidence que l'implication globale des investisseurs dépend du stade de développement de l'entreprise ainsi que de l'expérience de ses dirigeants (Sapienza, Gupta, 1994 ; Gorman, Sahlman, 1989). En revanche, l'état de réactance psychologique du dirigeant y est probablement plus faible. Un intérêt de ce travail est d'avoir montré l'existence d'une certaine tension en ce qui concerne les questions de GRH entre dirigeants et investisseurs. Les ressources humaines sont l'une des sources de création de valeur de l'entreprise ; elles sont à ce titre soumises aux contraintes financières à moyen – court terme des investisseurs. Les modalités et l'importance de leur contribution à ce niveau dépendent en grande partie de la latitude managériale. Une question à approfondir est alors précisément celle de l'espace discrétionnaire dont dispose le dirigeant au cœur de ces logiques interdépendantes. Par ailleurs, il serait intéressant de considérer non seulement l'opinion de dirigeants et d'investisseurs mais aussi celles des salariés eux-mêmes dans une optique de gouvernance partenariale complète. Cette question paraît d'autant plus pertinente que les représentants des salariés et les actionnaires sont amenés à se rencontrer plus fréquemment depuis la loi sur les Nouvelles Régulations Economique (NRE) de 2001 et que les questions de responsabilité sociale des entreprises s'imposent de plus en plus à l'ensemble des acteurs en jeu.

Bibliographie

ABOWD J., MILKOVICH G., HANNON J., 1990, « The effects of human resource management decision on shareholder value », *Industrial and Labor Relations Review*, vol.43, pp.203-236.

AFIC, CONSTANTIN ET ASSOCIÉS, L.E.K. CONSULTING, 2004, LBO et développement de l'entreprise en France.

AFIC, COOPER ET LYBRAND, 1998, Etude sur l'impact économique du capital-risque en France.

ATKINSON J., 1984, « Manpower strategies for flexible organizations », *Personnel Management*, vol.16, n°8, pp.28-31.

BAKER G.P., JENSEN M.C., MURPHY K.J., 1988, « Compensation and incentives : Practice vs. theory », *Journal of Finance*, vol.63, n°3, p.593-616.

BAKER M., GOMPERS P., 1999, « The Determinant of Board Structure and Function in Entrepreneurial Firms », Working Paper, Harvard Business School.

BARTLETT C.A., GHOSHAL S., 2002, « Building competitive advantage through people », *Sloan Management Review*, vol.43, n°2, pp.31-41.

BATTINI P., 2000, *Capital Risque : mode d'emploi*, Paris : Editions d'Organisation, 2^{ème} éd.

BECKER G.S., 1964, *Human Capital*, New York, Columbia University Press.

- BESCOS P.-L., 2002, « Les enjeux actuels et les compétences futures des membres de la fonction gestion-finance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°4, pp.5-28.
- BREHM J.W., 1966, *A Theory of Psychological Reactance*, New York: Academic Press.
- CASTANIAS R.P., HELFAT C.E., 1992, « Managerial and windfall rents in the market for corporate control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.18, pp.131-154.
- CHARREAUX G., 1997, *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*, éd. Economica, coll. Recherche en gestion.
- CHARREAUX G., 2002a, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, nov-déc, pp.77-107.
- CHARREAUX G., 2002b, « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.5, n°3, p.5-68.
- CHARREAUX G., 2003, « Le gouvernement d'entreprise », in Allouche J. (éd.), *Encyclopédie des ressources humaine*, Paris, Vuibert, pp.628-641.
- CHARREAUX G., DESBRIÈRES P., 1998, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2, pp.57-88.
- CYR L.A., JOHNSON D.E., WELBOURNE T.M., 2000, « Human resources in initial public offering firms : do venture capitalists make a difference », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, 77-91.
- D'ARCIMOLES C.-H., 1995, *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Paris, Economica.
- D'ARCIMOLES C.-H., 1999, « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, pp.122-134.
- DESBRIÈRES P., 2001, « La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales », in Charreaux (dir.), *Images de l'investissement*, Paris, Vuibert, pp.361-390.
- DESBRIÈRES P., 2002, « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, n°157, pp.255-281.
- DESBRIÈRES P., SCHATT A., 2002, « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°4, pp.79-106.
- DEUTSCH M., GERARD H.B., 1955, « A study of normative and informational social influence upon individual judgment », *Journal of Abnormal and Social Psychology*, vol.51, pp.629-636.
- DIMAGGIO P. J., POWELL W. W., 1983, « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organisational Fields », *American Sociological Review*, vol.48, April, pp.147-160.
- DIMOV D.P., SHEPHERD D.A., 2005, « Human capital theory and venture capital firms : exploring "home runs" and "strike outs" », *Journal of Business Venturing*, n°20, pp.1-21.
- DOISE W., DESCHAMPS J.-C., MUGNY G., 1991, *Psychologie Sociale Expérimentale*, Paris : Armand Colin, 2^{ème} éd., coll. Sociologie.
- DOISE, MOSCOVICI, 2003, « Les décisions en groupe », in Moscovici (dir.), *Psychologie Sociale*, pp.213-228.
- FERRARY M., 2002, « Pour une théorie de l'échange dans les réseaux sociaux. Un essai sur le don dans les réseaux industriels de la Silicon Valley », in Huault I. (sous la dir.), *La construction sociale de l'entreprise : autour des travaux de Mark Granovetter*, Colombelles : EMS, coll. Management & Société, pp.61-86.
- GABRIELSON J., HUSE M., 2002, « The Venture Capitalist and the Board of Directors in SMEs : Role and Processes », *Journal of Business Venturing*, vol.4, n°2, pp.125-146.
- GEHRKE I., ZARLOWSKI, 2003, « La diffusion de la valeur actionnariale en France : une lecture néo-institutionnaliste », *Comptabilité Contrôle Audit*, n° spécial, mai, pp. 189-205.

- GOMEZ P. Y., 1994, *Qualité et Théorie des Conventions*, Paris : Economica, coll. Recherche en Gestion.
- GORMAN M., SAHLMAN W.A., 1989, « What do venture capitalists do ? », *Journal of Business Venturing*, vol.4, n°4, pp.231-248.
- HELLMANN T., PURI M., 2002, « Venture capital and the professionalization of start-up firms : empirical evidence », *Journal of Finance*, vol.LVII, n°1, pp.169-197.
- HOARAU, C., TELLER, R., 2001, *Création de valeur et management de l'entreprise*, Paris, Vuibert, coll. Entreprendre.
- HUAULT I., 2002, « P. DiMaggio et W. Powell, Des organisations en quête de légitimité », in Charreire S., Huault I., *Les grands auteurs en Management*, éd. EMS, coll. Grands Auteurs, pp.99-112.
- HUBERMAN A.M., MILES M.B., 1991, *Analyse des données qualitatives*, Bruxelles : De Boeck Université.
- HUBLER J., MESCHI P.-X., SCHMIDT G., 2004, « Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière de l'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.7, n°4, pp.107-142.
- HUGOT J.B., 2000, *Le guide des sociétés de Capital Investissement*, Paris : Les édition du management, 3^{ème} éd., coll. L'Entreprise.
- KAPLAN S.N., STRÖMBERG P., 2001, « Venture capitalists as principals : contracting, screening, and monitoring », *American Economic Review*, vol.91, n°2, pp.426-430.
- LACHMANN J., 1999, *Capital-risque et capital-investissement*, Paris, Economica.
- LAROCHE P., 2005, « Présence syndicale et rentabilité des entreprises françaises : existe-il un lien ? », *Gestion 2000*, n°3.
- LEVINE J.M., ZDANIUK B., 2003, « Conformité et obéissance », in Moscovici S. (sous la dir.), *Psychologie Sociale*, Paris : PUF, pp.25-47.
- MAATI J., 1999, *Le gouvernement d'entreprise*, Bruxelles : De Boeck Université, coll. Management.
- MARTINET A.-C., 2002, « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n°141, novembre-décembre, pp.57-73.
- MEHRAN H., 1995, « Executive compensation structure, ownership and firm performance », *Journal of Financial Economics*, vol.38, pp.163-184.
- MEYER J.W, Rowan B., 1977, « Institutionalised Organizations : Formal Structure as Myth and Ceremony », *American Journal of Sociology*, n°63, p.83-340.
- NOËL F., 2003, « John W. Meyer : la quête de légitimité », in Allouche J. (dir.), *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Paris : Vuibert, pp.1725-1734.
- PARRAT F., 1999, *Le gouvernement d'entreprise*, Paris : Maxima.
- ROSENSTEIN J., BRUNO A., BYRGRAVE W., TAYLOR N., 1993, « The CEO, venture capitalists and the board », *Journal of Business Venturing*, vol.8, pp.99-113.
- RUBACK R., ZIMMERMAN M., 1984, « Unionization and profitability : evidence from the capital market », *Journal of Political Economy*, vol.92, pp.1131-1157.
- SAPIENZA H., J., GUPTA A. K., 1994, « Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-chief executive officer (VC-CEO) interaction », *Academy of Management Journal*, vol.37, n°6, pp.1618-1638.
- SAPIENZA H.J., MANIGART S., WERMEIR W., 1995, « Venture capitalist governance and value added in four countries », *Journal of Business Venturing*, vol.11, n°2, pp.439-469.
- SCHLEIFER A., VISHNY R.W, 1989, « Management entrenchment : the case of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, n°25, pp.123-139.
- SCHULTZ T, 1961, « Investment in human capital », *The American Economic Review*, vol.51, n°1, pp.1-17.
- SIRE B., GUÉRIN F., 1998, « Où va la fonction RH ? Quelques considérations à partir d'un numéro spécial de la HRM », *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°28.

- STEPHANY E., 2001, « L'évolution des pratiques du capital-risque en France », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, pp.63-76.
- STÉPHANY E., 2003, *La relation capital-risque / PME ; Fondements et pratiques*, Bruxelles, De Boeck.
- STEVENOT A., 2004, « Une étude exploratoire du développement de l'épargne salariale en PME : proposition d'une lecture néo-institutionnaliste », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.7, n°1, pp.171-201.
- STEVENOT A., 2005, « La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation Capital Investisseur – dirigeant », *Thèse de doctorat ès Sciences de Gestion*, Université Nancy2.
- THIETART R.-A. et coll., 1999, *Méthodes de Recherche en Management*, Paris : Dunod.
- ULRICH D., 1996, *Human Resource Champions : The next agenda for adding value and delivering results*, Cambridge, Mass., Harvard Business Press.
- VAN DEN BERGHE L.A.A., LEVRAU A., 2002, « The role of venture capitalists as monitor of the company : a corporate governance perspective », *Corporate Governance*, vol.10, n°3, pp.124-135.
- WACHEUX F., 2002, « Le défi de la fonction RH dans un environnement de création de valeur actionnariale », in Kalika (coord.), *Les défis du management*, Paris, Éditions Liaisons, pp.93-105.
- WRIGHT M., LOCKETT A., 2002, « Structure and Management of Syndicated Venture Capital Investments », *Journal of Private Equity*, vol.5, n°4, pp.72-83.
- ZINGALES L., 2000, « In search of new foundations », *Journal of Finance*, vol.LV, n°4, pp.1623-1653.

Annexe 1: Caractéristiques des sociétés de Capital Investissement étudiées

	SCI 1	SCI2	SCI3	SCI4
Date de création	1983	1999	1991	1972
Famille d'appartenance (indépendant, captif, semi-captif, filiale de banque, de groupe industriel, organisme régional...)	Institut Régional de Participation. Principaux actionnaires : le Conseil Régional, les conseils généraux (37%) et des banques régionales et nationales (23%)	Filiale de banque. Organisme captif. Principal actionnaire: une banque	Indépendant français. Société de gestion de fonds : fonds français et anglo-saxons, compagnies d'assurances algo-saxonnes, banques	Indépendant français. Société de gestion de fonds : fonds français et anglo-saxons
Capitaux gérés	28,5 millions d'euros	15 millions d'euros	100 millions d'euros	400 millions d'euros
Nombre de participations gérées en 2004	86	18	9	15
Type d'intervention	Opérations de développement (60%) et de transmission (30%)	Opérations de développement (40%) et de transmission (60%)	Opérations de transmission	Opérations de développement (20%) et de transmission (80%)
Taille des entreprises recherchées	PME-PMI, de plus de 1 million d'euros de chiffre d'affaires	PME-PMI	Entreprise faisant 100 millions de chiffre d'affaires	Entreprises dont la valeur est comprise entre 20 et 200 millions d'euros
Montant de l'investissement unitaire	entre 150 000 euros et 1,3 millions d'euros	entre 300 000 et 1 million d'euros	entre 5 et 20 millions d'euros	entre 10 et 60 millions d'euros
Type d'actionariat	Participations minoritaires	Participations minoritaires	Participations majoritaires, administrateur	Participations minoritaires et majoritaires, administrateur
Spécialisation sectorielle	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie
Territoire géographique	Région	Région élargie	National	National

Annexe 2 : Caractéristiques des entreprises étudiées

Caractéristiques Entreprises	Secteur d'activité	Situation économique et financière	Evolution de l'actionnariat et de la gouvernance jusqu'en 2004	
Rondelle	Fabrication de rondelles métalliques. Concurrence importante, particulièrement par les pays d'Asie du Sud-Est pour les produits de base. Solution : différenciation par la qualité et la technologie. Une période de récession dans le début des années 90.	Bon développement. En 2003, leader européen. 13,4 M€ de chiffre d'affaires. Résultat net de 340000 €. Croissance du CA et du résultat de 5% par an prévue dans le business plan.	1984	Création de l'entreprise par son dirigeant actuel accompagnée par deux Capital Investisseurs régionaux dont SCII (l'autre n'existe plus).
			1989	Sortie des investisseurs. Rachat des parts par le dirigeant.
			1993	Opération de croissance externe. Récession économique. Restructuration financière nécessaire. Besoin en fonds propres. => Nouvelle opération de Capital Investissement : SCII (19%) et un autre investisseur régional, filiale de banque (3%). Le dirigeant reste majoritaire.
			2003	dirigeant majoritaire (78%), SCII (19%) et un autre investisseur régional, filiale de banque (3%).
			2004	Un Capital Investisseur régional, filiale de banque (49,15%), le dirigeant (36,7%), SCII (9,4%), les cadres (4,76%). LBO (Owner By Out).
Intérimaire	Services - Travail intérimaire pour l'industrie.	Croissance de l'entreprise rapide : chiffre d'affaires multiplié par 10 en 10 ans. Forte tension de trésorerie. BFR élevé. Besoins en capitaux propres élevés. Pourtant : Participation financière à des associations humanitaires. Augmentation de salaire décidée par le dirigeant de 20% en 2003.	1992	Création de l'entreprise, familiale.
			1997	Entrée au capital d'investisseurs financiers pour renforcer les fonds propres face à de fortes tensions financières (BFR élevé) et pour financer l'expansion de l'entreprise. 3 investisseurs régionaux minoritaires dont SCII (13% du capital réparti de manière à peu près égale entre les investisseurs)
			2003-2004	Le dirigeant majoritaire (87%) et 3 investisseurs régionaux (5% pour le premier, 4% pour SCII et 4% pour le troisième). Pas de siège au conseil d'administration aux investisseurs (volonté du dirigeant). Aucun changement en 2004

Transport	Services – Transport routier. Développement de l'activité au niveau national puis international. Forte concurrence par les coûts, des pays où le coût de la main d'œuvre est moins élevé et la réglementation moins contraignante. Contraintes réglementaires européennes, application stricte et contexte social tendu en France. Concurrence accrue des pays de l'est suite à leur adhésion à l'Europe ainsi que des pays de l'Europe du sud, la Belgique, Pays-Bas.	Croissance continue malgré les difficultés du secteur. En 1996, l'entreprise du dirigeant représentait 25% de la partie transport routier et réalisait 95% des résultats. 2000-2002 : TRI de 23%	1969	Reprise de l'entreprise familiale par le dirigeant actuel.
			1989	Vente de l'entreprise à un groupe transporteur national
			1996	Perte du contrôle du groupe par son dirigeant et prise de contrôle par un investisseur financier, émanation d'une banque nationale Le dirigeant régional est nommé directeur général de la partie transport routier du groupe.
			2000	Vente de la partie transport routier du groupe. Rachat de cette partie par le dirigeant et sa famille (53%) et par 2 investisseurs dont un national (40%) et un régional, filiale de banque (7%). 1 ^{er} LBO
			2002	2 ^{ème} LBO. Sortie des investisseurs. La famille du dirigeant monte à 80% du capital. Entrée de trois nouveaux investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2 (20%)
			2003	Famille dirigeant : 80% ; capital investisseurs : 20% 3 investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2
			2004	Famille dirigeant : 100%
Puce	Fabrication de cartes à puce. Haute technologie. Innovation. Peu (pas) de concurrents. Marchés incertains, émergents. Perspective de débouchés commerciaux pas évidents. Coûts de production élevés. Un marché national important en perspective en 2003.	Coûts de production élevés (question de la sous-traitance envisagée en 2003) Grosses difficultés de trésorerie. Le marché tarde. Chiffre d'affaires peu élevé. Pas rentable. Printemps 2003 : Perte/attentisme des clients actuels et potentiels. Dépôt de bilan.	1993	Dépôt du brevet. Création de l'entreprise par son dirigeant actuel.
			1994	Recherche fondamentale et première étude de marché. Investisseurs : ANVAR, DRIRE, dirigeant et amis (« business angels ») (3MFF). Dirigeant et amis : 64%
			1997	Entrée de trois capital investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2 ainsi qu'un troisième (4,5MFF) + l'ANVAR et la DRIRE (4,5MFF) Dirigeant et amis : 34%
			2000	2 ^{ème} phase de Capital Investissement (25MFF) : les 3 investisseurs régionaux déjà présents + entrée de deux investisseurs nationaux dont un quasi international,
			2002	Nouveau tour de table (10MFF). Deux investisseurs nationaux, dont une émanation d'une banque internationale et un fonds de Corporate Venture, filiale d'un groupe industriel, majoritaires à deux (45%), trois investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2 (50%) et le

				dirigeant et amis (5%).
			Janv - mars 2003	Nouveau tour de table envisagé pour juillet 2003 (perspective de montée des investisseurs nationaux à 80%) Conflits entre le dirigeant et les investisseurs (principalement nationaux). Limitation des pouvoirs du dirigeant (interdiction de contacter certains clients sans l'autorisation des investisseurs...) Départs spontanés des salariés, organigramme remanié
			Avril 2003	Limogeage du dirigeant. Direction temporaire assurée par un membre de l'équipe d'un Capital Investisseur national
			Juillet 2003	Dépôt de bilan de l'entreprise. Liquidation judiciaire
Pharmacie	Recherche et fabrication de produits pharmaceutiques. Secteur de haute technologie. Concurrence des Etats-Unis et des pays asiatiques. Différenciation possible par la maîtrise et l'innovation technologique de pointe. Activités internationalisées d'où importance des taux de change des monnaies.	Entreprise très performante. Un fort potentiel de recherche et d'innovation. Producteur et leader de plusieurs médicaments phares. Taux de croissance annuel du chiffre d'affaires depuis la création de 40%, de 1M€ en 1996 à 50M€ en 2003. 100M€ de CA en 2004	1996	Création de l'entreprise par le dirigeant actuel, à partir d'une filiale d'une PME qu'il dirigeait avant. Deux actionnaires : un groupe industriel allemand (51%) et l'institut français du pétrole (34%). Le dirigeant avait 15%
			2000	Sortie de l'industriel voulue par le dirigeant. Rachat des parts par un investisseur régional (SCI2) et un national, les deux, filiales de banques.
			2002	Sortie de l'IFP voulu par le dirigeant. Rachat des parts par deux investisseurs, filiales de banques dont une régionale. D'autres petits CI sont aussi entrés au capital. Le dirigeant et le management deviennent majoritaires (35% du capital)
			2004	Sortie des investisseurs nationaux. Entrée d'un fonds de pension américain.
Papier	Fabrication d'articles en papier à usage sanitaire ou domestique (vaisselle jetable). Secteur en légère croissance, fluctuations conjoncturelles. Dépendance vis-à-vis de la	Tendance à la croissance, bonnes performances économiques et financières compte tenu des difficultés du secteur. Bonne gestion Entreprise vendue 25MFF en 1998, 47MFF en 2001.	1992	Rachat de l'entreprise par un groupe de transformation du papier Restructuration de l'entreprise (fermeture d'une ancienne usine, ouverture d'une nouvelle...)

	<p>consommation des ménages. Concurrence très forte par les coûts : difficultés pour les entreprises indépendantes face aux géants du papier. Pression de la grande distribution accrue par la globalisation du marché européen (les distributeurs européens, clients de l'entreprise, se font de plus en plus concurrence)</p> <p>Depuis 2002, difficultés conjoncturelles accrues : baisse de la consommation des ménages.</p>	10M€ de CA en 2001, 17M€ en 2003			
2001		Business plan pas complètement atteint en raison de difficultés conjoncturelles	1998	Vente de l'entreprise. 1 ^{er} LBO avec SCI2 et un fonds national	
2002		Opération de croissance externe qui a permis +20% de résultat et d'assurer le service de la dette du LBO	2001-2004	Départ de l'investisseur national. 2 ^{ème} LBO avec SCI2 et deux autres investisseurs régionaux, majoritaires à trois. Investisseurs majoritaires à trois (78%), un investisseur à la minorité de blocage, dirigeant (3%)	
2003-2004		Croissance de l'endettement : nouveaux investissements financés par un crédit-bail. Pas d'augmentation de capital.			
Four	<p>Fabrication de fours industriels de boulangerie. Jusque dans les années 90, Demande assez stable, recherche de solutions artisanales. Début des années 90 : Changement de la demande en faveur de solutions industrielles. Importance de la qualité du produit. Concurrence élevée de grands groupes. Facteurs de différenciation : l'expertise et la maîtrise technique. A partir de 2000, croissance de la demande</p>	1992	Petite entreprise CA de 50M FF. Artisanale, atout : spécialiste de la thermicité	Début 19 ^s - 1992	Entreprise familiale
		1992 - 1999	Problème de qualité, matériel vétuste, inadéquation de l'offre et de la demande. Erreurs de gestion	1992 - 1995	Rachat par SCI3 majoritaire, plusieurs actionnaires minoritaires. La famille reste à la direction. Appel à une équipe de repreneurs : erreurs stratégiques. Difficultés à satisfaire la demande, problèmes de qualité
		1999 - 2003	Modernisation de l'équipement, nouvelle gamme de produit: difficultés financières.	1995 - 2000	Départ de la famille et de l'équipe de repreneurs. Recrutement d'un nouveau dirigeant. Recapitalisation par SCI3, conflits puis départ des minoritaires
		2004	Pour la première fois rentable au dernier semestre 2003. Mais tensions de trésorerie persistantes. Besoin en fonds propres	2000 - 2003	Le dirigeant démis de ses fonctions mais reste dans l'entreprise. Un dirigeant gestionnaire est recruté : nouvelles erreurs. Recapitalisation par SCI3. Restructuration (licenciements)

			selon le dirigeant.	Septembre 2003	Le dirigeant gestionnaire est limogé Rappel du précédent dirigeant aidé de son frère
Location	Location de matériel de travaux publics. Marché de la location inexistant au départ, s'est développé lentement en France. Depuis la fin des années 70, secteur en croissance dominé par Location.	Entreprise pionnière dans le secteur, leader. Croissance continue. Très rentable (en 2002 : 1,2 milliard € de CA, 34% d'EBITDA).		1967	Création de l'entreprise
				1978-1986	Rachat par un groupe industriel (diversification). Prise de la direction par un membre du groupe
				1986	Vente de l'entreprise (recentrage). Rachat par un autre groupe. Augmentation de capital. Nomination du dirigeant actuel.
				1994	Nouvelle perspective de vente de l'entreprise. Choix par le management de faire un LMBO plutôt qu'une autre sortie industrielle : entrée de SCI3 et d'un autre investisseur national
				1999-2003	Sortie de SCI3. 2 nd LBO avec l'investisseur précédent, un nouvel investisseur national, un investisseur américain. Administrateurs au conseil d'administration de la holding financière
				2004	3 investisseurs nationaux indépendants dont un nouveau, minoritaires à trois (35% = 13,5%+11,5%+10,5%)
Contrôle	Fabrication d'équipements de contrôle des processus industriels (détection des risques nucléaires) Secteur stable, cyclique en fonction des créations de centrales nucléaires et du renouvellement des équipements : Marché contracté entre 1994 et 2000, reprise à partir de 2001	1994-1999	Erreurs de gestion, perte de compétitivité, programmes de R&D qui n'aboutissent pas Entreprise non rentable	1964-1994	Filiale d'un groupe
		1999	Plan de retournement. Retour à l'équilibre	1994	Rachat par des investisseurs financiers dont SCI3 (35%) LBO
		2000-2003	CA passé de 30M€ à 65M€ (+ 122%) Doublement du résultat entre 2000 et fin 2001. 10M€ d'EBITDA début 2003	1999	Changement de dirigeant. Management intérimaire pour un plan de retournement
				2000	Deuxième tour de table : SCI3 acquiert 100% Un des managers intérimaires devient dirigeant permanent
				2004	Troisième tour de table : Fonds de pension américain (80%), SCI3 (20%)

Plastique	Fabrication de matières plastiques de base pour l'automobile, l'aéronautique... Concurrence internationale importante. Importance de la technologie. Croissance faible du secteur depuis quelques années.	Entreprise compétitive, atouts : recherche et développement, capacités d'innovation. 2 ^{ème} du secteur au niveau mondial. Business plans trop ambitieux, jamais atteints Mais résultats financiers corrects. Des tensions de cash-flow. Entreprise globalement rentable. Quelques difficultés en France. A partir de 2003, croissance forte		1988	Création de l'entreprise, filiale européenne d'un groupe américain du secteur de la fabrication de résines de haute technologie
				1994	Vente de l'entreprise. Rachat par des financiers : SCI3 et un autre financier national 1 ^{er} LBO
				2001	Manifestation d'une volonté de sortir du deuxième investisseur 2 ^{ème} LBO : SCI3 (30%) et l'autre financier (30%) qui revend une partie de ses actions Le management détient 40% dont 25% au dirigeant Investisseurs administrateurs
				Fin 2004	Préparation d'un nouvel LBO en 2005. Sortie des précédents investisseurs.
Câble	Fabrication de fils et câbles isolés. Fluctuation de la demande. Forte concurrence.	Jusqu'en 2003	Activité rentable, relativement stable. 25% de l'activité en France, 75% à l'étranger	1957	Création de l'entreprise
		2003	Chiffre d'affaires et résultat en deçà des prévisions Politique de réduction des coûts CA : 12,6 M€ contre 13,5 M€ en 2002 Résultat : 2,6M€	Années 60-1998	Filiale d'un groupe industriel français.
		2003-2004	Forte reprise des commandes, relance de l'activité.	1998	Vente de l'entreprise avec 6 autres filiales du groupe à deux investisseurs, un national et un fonds de pension américain. Le dirigeant reste.
				2000 - 2004	Vente de l'entreprise à SCI4 (98%). Siège au conseil de surveillance

Annexe 3 : Le recueil des données

	Première vague d'entretiens					Deuxième vague d'entretiens				
	Date	Durée	Personne(s) interrogée(s)	Mode d'administration	Nom de l'entretien	Date	Durée	Personne(s) interrogée(s)	Mode d'administration	Nom de l'entretien
SCI1	Nov. 2002	2h30	Directeur des engagements	Face-à-face	SCI1-E1	Jun 2004	2h30	Directeur des engagements	Face-à-face	SCI1-E2
SCI2	Nov. 2002	2h30	Directeur Ingénierie Financière	Face-à-face	SCI2-E1	Jun 2004	2h30	Directeur Ingénierie Financière	Face-à-face	DSCI2-E2
								chargée d'affaires Ingénierie Financière		CASCI2-E2
SCI3	Nov. 2002	2h	Directeur	Face-à-face	SCI3-E1	Jun 2004	2h30	Directeur	Face-à-face	SCI3-E2
SCI4	Janv. 2003	2h	Directeur	Face-à-face	SCI4-E1	Jun 2004	2h30	Directeur	Face-à-face	SCI4-E2
Rondelle	Jun 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DRondelle-E1	Nov. 2004	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DRondelle-E2
Intérimaire	Juillet 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DIntérimaire-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DIntérimaire-E2
		25 min	Responsable financier, membre du CA		RIntérimaire-E1					
Transport	Jun 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DTransport-E1	Janv. 2005	45 min	Dirigeant	Téléphone	DTransport-E2
Puce	Mars 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DPuce-E1	Nov. 2004	2h30	Dirigeant	Face-à-face	DPuce-E2
		20 min	Directeur Technique, membre du directoire		DTPuce-E1					
		15 min	Responsable syndical		RSPuce-E1					
Pharmacie	Mai 2003	3h	Dirigeant	Face-à-face	DPharmacie-E1	Janv. 2005	30 min	Dirigeant	Téléphone	DPharmacie-E2
Papier	Mars 2003	3h	Dirigeant	Face-à-face	DPapier-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DPapier-E2
Four	Sept. 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DFour-E1	Nov. 2004	30 min	Dirigeant	Téléphone	DFour-E2
Location	Sept. 2003	1h30	Dirigeante Adjointe (resp. adm. et financier)	Face-à-face	DALocation-E1	Nov. 2004	30 min	Dirigeante Adjointe (resp. adm. et financier)	Téléphone	DALocation-E2
Contrôle	Sept. 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DContrôle-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DContrôle-E2
Plastique	Sept. 2003	45 min	Dirigeant	Face-à-face	DPlastique-E1	Janv. 2005	30 min	Dirigeant	Téléphone	DPlastique-E2
Câble	Sept. 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DCâble-E1	Déc. 2004	45 min	Dirigeant	Téléphone	DCâble-E2