



**SARRAT MATTHIEU**

**H02326**

**PROMOTION 2006**

---

**CROISSANCE EXTERNE  
ET  
CREATION DE VALEUR,  
UNE HISTOIRE DE FAMILLE ?**

---

**MAI 2006**

**MEMOIRE DE FIN D'ETUDES  
Majeure Finance**

**Langue de rédaction :  
Français**

**Directeur de Mémoire :  
David Thesmar**

**Groupe HEC  
Année 2005 - 2006**

## INTRODUCTION

Les acquisitions sont-elles créatrices de valeur ? Au-delà de son aspect provocateur la question n'est pas infondée. A titre d'exemples, trois observations empiriques pour illustrer ce propos : les réactions de la bourse sur le titre de l'acquéreur le jour de l'annonce d'une opération de croissance externe ne sont pas toujours positives. Les actionnaires de la cible préfèrent être payés en numéraire plutôt qu'en titres de l'acquéreur. Les critiques de tous bords stigmatisent l'hubris des dirigeants dans des opérations sans logique économique toujours apparente. La réalité est rarement aussi simple et cette réflexion demande à être mûrie avec recul : les opérations largement relayées par la presse sont principalement le fait de grands groupes sur de grosses cibles, opérations qui pourtant ne constituent qu'une minorité des opérations de croissance externe engagées par les entreprises françaises. Ainsi, il nous a semblé intéressant d'aller quelque peu à contre-courant de ces critiques grandissantes pour nous attacher à étudier des entreprises visiblement plus habiles à dégager de la valeur dans ce type d'opérations.

L'objet de notre étude est d'approfondir la question de la création de valeur dans les opérations de croissance externe en fonction de l'actionnariat. D'une part, nous cherchons à montrer que le caractère familial de l'acquéreur a un impact sur la qualité des opérations de croissance externe initiées et nous tâcherons par là d'explicitier cette performance en la détaillant et en l'expliquant. D'autre part, nous mettrons en exergue que l'ensemble des entreprises familiales recouvre une réalité disparate à l'intérieur de laquelle de nouveaux différentiels de rentabilité peuvent être dégagés.

Nos résultats empiriques montrent que la création de valeur dans les opérations de croissance externe est plus forte pour les entreprises familiales que pour les entreprises non familiales. Les familles réussiraient donc mieux que les autres à rendre ces opérations profitables. Nous postulons derrière cette observation qu'il y a un réel savoir-faire de la part de ces acteurs comme s'il s'agissait d'une de leur spécificité. L'appréciation nécessaire dans le choix et la mise en œuvre de l'intégration de la cible appartiendrait parfaitement à leur mode de gestion propre.

Les études empiriques et la recherche académique montrent qu'il y a un réel particularisme dans la gestion des entreprises familiales. Certes, à première vue, ces sociétés

ne se distinguent que par l'actionnariat. Cependant, derrière ce noyau de référence qu'est la famille - dont d'ailleurs la participation peut parfois être minoritaire - c'est tout un projet de gouvernance qui s'articule. Plusieurs traits marquent ces profils d'entreprise. Nous détaillerons certaines des particularités dans les pages à venir. Comme première approche qui aidera notre lecteur à formaliser ce que nous avançons, voici quelques remarques générales.

Toutes choses égales par ailleurs, l'entreprise familiale présente un degré de risque inférieur. Cette particularité s'explique en premier lieu par l'association très forte de la richesse, à travers les actions détenues, et de la réputation, à travers le nom, entre la famille et l'entreprise. Ce facteur explique pour une large part la préoccupation pour la pérennité dans le temps dont le meilleur exemple est la transmission entre les générations. De cet idéal type découle tout un ensemble de contrats implicites avec les différentes parties prenantes de l'entreprise, à commencer par les créanciers pour qui cette volonté d'inscription dans le temps constitue une garantie de taille. Cependant, cette pérennité financière ne saurait s'obtenir sans une continuité dans l'activité de l'entreprise, dans son savoir-faire, dans ses relations. Derrière ces préoccupations davantage opérationnelles apparaissent alors également d'autres acteurs. Nous nous arrêterons seulement sur la catégorie importante des salariés : représentant des compétences et une garantie pour la continuité, ils sont liés par un contrat moral très fort avec la famille. En retour, ils bénéficient de l'assurance implicite d'un engagement supplémentaire de la part de l'entreprise, en terme de licenciement ou de conditions de travail. Cette protection suscite une meilleure productivité, obtenue grâce à une motivation plus forte, des compétences plus développées et des salaires comparativement moins élevés que dans les entreprises non familiales.

Cet aparté sur une rapide définition de ce que peut être une entreprise familiale fournit une première explication de leur performance en général supérieure par rapport aux entreprises non familiales. Cette sur-performance se vérifie en particulier lors des opérations de croissance externe, ce qui nous conduit à dire, pour expliciter la formulation du titre de notre étude, que les familles sont plus à même de réaliser des opérations de croissance externe rentables.

Une fois démontré le résultat avancé précédemment, nous chercherons à aller davantage dans le détail pour nous intéresser aux différences qui peuvent découler des différents profils des entreprises familiales. La typologie retenue est celle découlant de la personne du dirigeant, soit qu'il s'agisse du fondateur, d'un héritier ou d'un manager

extérieur. A l'intérieur de l'idéal type décrit plus haut, des catégories de mode de gestion se distinguent également jouant plus ou moins sur les aspects évoqués comme caractéristiques essentielles des entreprises familiales. Entre le paternalisme traditionnel souvent le fait d'un dirigeant fondateur et la complète professionnalisation du dirigeant à travers le manager extérieur, il existe de profondes différences qui se reflètent, entre autres, dans la qualité des opérations externes réalisées. Ainsi donc, plus qu'une affaire de famille, la création de valeur devient une affaire de familles et dépend pour une large part du profil du dirigeant.

## TABLE DES MATIERES

### INTRODUCTION

<b>1. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON.....</b>	<b>6</b>
1.1. Caractérisation des opérations retenues .....	6
1.2. Solidité de l'échantillon .....	6
1.3. Caractérisation des variables d'analyse retenues .....	7
1.3.1. Mesure de la création de valeur.....	7
1.3.2. Caractère familial .....	8
1.3.3. Rationnel stratégique.....	9
1.3.4. Taille des acteurs .....	9
1.3.5. Valorisation boursière .....	10
<b>2. COMPARAISON DES ENTREPRISES FAMILIALES ET NON FAMILIALES. 12</b>	
2.1. Description du cadre général des fusions acquisitions.....	12
2.1.1. Les acquisitions sont destructrices de valeur .....	12
2.1.2. La diversification est responsable de la destruction de valeur .....	13
2.1.3. La taille qui apparaît comme un moyen de réduire le risque n'est pas utilisée à bon escient.....	15
2.2. Spécificités des entreprises familiales.....	17
2.2.1. Les acquisitions sont créatrices de valeur .....	17
2.2.2. La non diversification est particulièrement créatrice de valeur .....	20
2.2.3. La taille est utilisée à bon escient pour minimiser les risques .....	25
<b>3. FOCUS SUR LES ENTREPRISES FAMILIALES.....</b>	<b>28</b>
3.1. La création de valeur constatée dépend pour une large part du dirigeant .....	29
3.2. La diversité des performances s'explique par plusieurs facteurs.....	30
3.2.1. Profil des PER .....	31
3.2.2. Analyse selon la taille de la cible .....	32
<b>4. REGRESSION.....</b>	<b>35</b>

### CONCLUSION

### GLOSSAIRE

## 1. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON

### 1.1. Caractérisation des opérations retenues

L'échantillon utilisé pour notre étude empirique se compose de 144 opérations menées par des entreprises cotées françaises sur des entreprises françaises ou non entre le 01 janvier 1997 et le 31 décembre 2003. Nous avons extrait ces cas de la base de données Van Dijk qui rassemble de manière très complète des informations sur les opérations de ce type en France. Dans le choix des entreprises, nous nous sommes attachés à avoir l'information la plus exhaustive possible, notamment en ce qui concerne le montant de la transaction et la participation acquise. Pour cette raison, de grandes entreprises familiales n'apparaîtront pas dans notre échantillon parce qu'elles communiquent très peu, voire pas du tout, sur les conditions des transactions qu'elles mènent.

Dans cet échantillon, nous avons souhaité également avoir des opérations menées par des entreprises familiales et non familiales dans des proportions à peu près comparables. Ainsi,

- ¼ environ des opérations sont le fait d'entreprises non familiales
- ¼ environ des opérations sont le fait d'entreprises familiales – dirigeant fondateur
- ¼ environ des opérations sont le fait d'entreprises familiales – dirigeant héritier
- ¼ environ des opérations sont le fait d'entreprises familiales – dirigeant manager extérieur

Ce découpage en quartiles n'est pas censé refléter la proportion de ces différents profils sur l'ensemble des entreprises cotées françaises. Il a uniquement vocation à fournir un nombre satisfaisant d'exemples pour chaque catégorie que nous souhaitons analyser. De même, les entreprises retenues appartiennent à des secteurs divers et variés et n'ont pas été sélectionnées de manière à représenter la structure de l'économie française. Nous sommes conscients que cela peut être facteur de biais dans notre analyse, mais nous avons préféré considérer que le mode aléatoire du choix des transactions permettrait d'en atténuer quelque peu le risque.

### 1.2. Solidité de l'échantillon

Une fois ces opérations retenues, nous vérifions la solidité de l'échantillon ainsi constitué, notamment en ce qu'il reflète à peu près le marché. Pour cela, nous avons regardé les bêtas des capitaux propres des entreprises.

Ces bêtas sont calculés suivant la formule du CAPM<sup>1</sup> dans laquelle les rentabilités mensuelles ont été régressées par rapport à l'OAT 10 ans et au SBF 250 sur une période de deux ans avant la date d'annonce de chaque opération. Le SBF 250 nous a semblé l'indice de référence le plus approprié dans la mesure où il inclut davantage d'entreprises que le CAC 40, et en ce sens reflète mieux la situation économique des entreprises cotées françaises.

#### MOYENNE DES BETAS PAR SECTEUR INDUSTRIEL

Secteurs Industriels	Moyenne des Bêtas	Nombre de valeurs
Pétrole et Gaz	0,90	8
Matières premières	0,78	4
Biens industriels	0,98	34
Biens de consommation	0,57	22
Services au consommateur	1,01	46
Télécommunications	1,48	1
Utilities (énergie, eau, déchets)	0,98	2
Services financiers	0,67	5
Technologie	1,67	22
<b>Moyenne</b>	<b>1,01</b>	<b>144</b>

La moyenne des bêtas pondérés par le nombre de valeurs nous donne un bêta moyen de 1,01, c'est à dire très proche de 1,00, la moyenne du marché. De plus, en regardant les bêtas par type d'industrie les ordres de grandeur sont respectés. Ainsi, les entreprises présentes dans notre échantillon paraissent refléter correctement le marché.

### 1.3. Caractérisation des variables d'analyse retenues

Nous cherchons à interroger le lien entre croissance externe et création de valeur, ainsi qu'à formuler des hypothèses explicatives. Nous allons donc utiliser un certain nombre de variables tout au long de notre analyse. L'objet de cette partie est de décrire chacune de ces variables, à la fois sur la manière de les déterminer et sur la raison de leur présence au sein de notre étude.

#### 1.3.1. Mesure de la création de valeur

La création de valeur est notre variable centrale dans la mesure où c'est celle que nous cherchons à expliquer. Etant donné le degré d'information auquel nous avons accès pour chacune des entreprises étudiées ainsi que le nombre de cas à étudier, l'évolution du cours de bourse nous a semblé le critère le plus pertinent pour la mesurer.

<sup>1</sup> Nous avons retenu comme formule du CAPM la formule suivante :  $k = r_f + \beta_{cp} * (r_m - r_f)$ , où  $k$  est la rentabilité des capitaux propres,  $r_f$  la rentabilité du taux de sans risque (ici l'OAT 10 ans) et  $r_m$  la rentabilité du marché (ici mesurée par la rentabilité du SBF 250)

Le cours de bourse ne signifie pas grand chose en lui-même. Ainsi sur une période de deux ans après la date d'annonce de l'opération, nous mesurons la différence entre la rentabilité boursière effectuée après l'opération et la rentabilité boursière attendue calculée grâce à la formule du CAPM. Pour cela, nous utilisons pour chacune des entreprises le bêta des capitaux propres tel que nous avons pu le calculer pour constituer le tableau ci-avant. Nous retenons les mêmes valeurs pour le taux sans risque (l'OAT 10 ans) et l'indice de marché (le SBF 250). La période d'analyse de deux ans est opportune dans la mesure où cette durée est généralement considérée comme suffisante pour commencer à apprécier les effets positifs ou non d'une opération de croissance externe. Une période plus longue ne nous paraissait qu'accentuer les résultats déjà constatés tout en réduisant le nombre de valeurs présentes dans l'échantillon et en accentuant le risque de collision dans l'analyse des entreprises ayant mené plusieurs opérations dans des intervalles de temps assez proches.

### **1.3.2. Caractère familial**

L'appréciation du caractère familial ou non d'une entreprise n'est pas évident. Comme nous l'indiquons dans notre introduction, les participations des familles peuvent varier fortement, allant d'un contrôle total à des participations extrêmement faibles. En effet, même lorsque la participation dans le capital est faible, la famille peut continuer à exercer un contrôle par plusieurs biais : soit elle dispose de droits de vote supérieurs à ses droits au capital, soit elle dispose au sein du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire d'une influence supérieure à sa participation au capital, notamment dans le cas des grandes entreprises où le reste de l'actionariat est tellement dispersé qu'une faible participation permet de maintenir le contrôle. L'appréciation de ce contrôle a toujours quelque chose de subjectif et, il n'est pas rare de trouver, selon les sources, telle ou telle entreprise classée comme étant familiale ou comme non familiale. Dans notre analyse, nous avons retenu une acception large de cette notion, reprenant cette définition utilisée par la banque Oddo d'une entreprise « contrôlée par des personnes physiques qui ont l'essentiel de leur fortune dans l'affaire et disposent d'un pouvoir de nomination et de révocation des dirigeants »<sup>2</sup>.

De même, nous classons les entreprises selon la personne de leur dirigeant (fondateur, héritier ou manager extérieur). Le critère retenu est la qualité du dirigeant à la date de l'annonce de l'opération, sachant qu'il arrive qu'un changement puisse avoir lieu dans l'année qui suit transmettant à un autre la charge de réussir l'intégration de la cible. Cependant, cette

---

<sup>2</sup> In Problèmes Economiques du 31 août 2005, « *L'Heureuse Alliance de l'Héritier et du Manager* »

situation demeure somme toute assez rare, et n'introduit pas de risques significatifs dans notre analyse.

Détaillons cette variable. Si la notion de fondateur ne semble pas appeler de commentaire particulier, celle d'héritier mérite d'être précisée. Il s'agit d'un dirigeant issu de la famille prise au sens large, c'est à dire n'ayant pas forcément de filiation directe. Cette caractérisation est importante, puisqu'il y a toujours pour ce type de dirigeant la question sous-jacente de savoir s'il a été choisi pour ces qualités professionnelles ou son appartenance à la famille. Or cette question a du sens dans la mesure où l'on estime que seules 10% à 15% des entreprises familiales passent le cap de la troisième génération<sup>3</sup>, témoignant ainsi de la difficulté de la transmission inter-générationnelle. Enfin, le manager extérieur est quelqu'un de complètement étranger à la famille, réputé avoir été choisi pour ces compétences professionnelles déjà prouvées dans des postes antérieurs.

### **1.3.3. Rationnel stratégique**

Ce que nous appelons le rationnel stratégique d'une opération de croissance externe est l'appréciation du caractère diversifiant ou non de l'acquisition. Ce critère permet d'apprécier le degré de risque que l'entreprise est prête à prendre. Au-delà de la confrontation de deux cultures d'entreprises et de deux modèles d'affaires différents, se diversifier consiste à se lancer dans une activité sans savoir-faire direct préalable. L'opération contient davantage de risque en elle-même alors que souvent sa raison d'être est de diluer le risque à long-terme de l'entreprise soit en devenant présente sur plusieurs marchés ou en s'affranchissant d'un marché mature en déclin.

A partir de la base de données, il est relativement facile d'apprécier ce caractère au travers des codes industriels des sociétés acquéreurs et des sociétés cibles. De plus, un contrôle grâce aux articles de presse parus lors de l'annonce ou le rationnel de l'opération tel que présenté par le management nous permet de vérifier le sens qu'il s'agit de donner à la transaction.

### **1.3.4. Taille des acteurs**

La taille des acteurs peut s'apprécier de deux manières différentes. D'une part, nous considérons la taille de la société cible dans l'absolu à travers le logarithme de la valorisation de ses capitaux propres telle qu'elle ressort lors de l'opération. Cette taille peut avoir un impact significatif dans la mesure où plus une société est grosse, plus elle est structurée, indépendante, et potentiellement difficile à absorber. Plus la cible est petite, plus l'acquéreur

---

<sup>3</sup> Idem.

pourra l'intégrer facilement et en tirer des synergies de coûts : saturation des propres fonctions commerciales, suppression des fonctions administratives, économies d'échelles sur les capacités de production. Au regard des débats actuels, cette question a son importance. Comme nous l'évoquions en introduction, l'essentiel des opérations de croissance externe rapportées par la presse est le fait de grandes entreprises sur de grosses cibles. Dès lors qu'il s'agit d'acteurs de taille significative, ces opérations sont plus difficilement créatrices de valeur, notamment parce que le processus d'intégration de la cible est long et coûteux. En revanche, pour des petites cibles la constitution du nouvel ensemble doit se faire plus facilement et dès lors être plus facilement créatrice de valeur.

Lorsque nous apprécions la taille des acteurs, nous raisonnons toujours en valeur des capitaux propres puisque le montant de la dette est peu souvent disponible. Pour l'entreprise initiatrice de l'opération, la valeur des capitaux propres nous est donnée par la capitalisation boursière à la veille de la date d'annonce de l'acquisition. Pour ce qui est de la cible, comme indiqué précédemment, le fait de connaître à la fois le montant de la transaction et la participation acquise permet de déduire la valeur globale des capitaux propres.

Nous contrôlons également le critère de la taille relative entre l'acquéreur et la cible pour déterminer s'il est possible de tirer des enseignements des opérations s'apparentant plutôt à des fusions (relative parité de taille) par rapport aux pures acquisitions (cible nettement plus petite que l'acquéreur).

### **1.3.5. Valorisation boursière**

Le critère de la valorisation boursière cherche à caractériser l'attrait de l'entreprise acquéreuse pour les investisseurs. En effet, une opération de croissance modifie profondément le profil boursier des entreprises et notamment la perception qu'en a le marché. Certaines entreprises délaissées au préalable sont redécouvertes, alors qu'au contraire des « étoiles » tombent sur des opérations mal choisies ou mal menées. Pour cela, nous utilisons le critère du PER, Price On Earning Ratio, c'est à dire le rapport de la capitalisation boursière sur le dernier bénéfice net de l'entreprise. La capitalisation boursière retenue est celle à la veille de l'annonce de l'acquisition. Le bénéfice net considéré est celui du dernier exercice clôturé et audité.

Au-delà de la perception de l'entreprise par le marché, ce qui se joue avec ce critère c'est la confiance du dirigeant dans sa propre entreprise et dans sa propre compétence. Il introduit un facteur humain dans la réussite d'une opération, principalement dans le choix de la cible et dans le soin apporté au processus d'intégration. Un dirigeant porté par une

valorisation favorable procède plus facilement à des opérations sur des cibles mal choisies. Au contraire, un dirigeant dont l'entreprise est mal valorisée aura tendance à essayer de ne pas aggraver encore plus cette sous-valorisation voire si possible à l'inverser par la qualité de son investissement.

Nous venons de définir les principaux critères nécessaires pour mener notre analyse. Autant que possible, ils doivent rendre compte des divers aspects d'une transaction envisagée à travers des préoccupations à la fois opérationnelles, financières, boursières et humaines. Pour autant, ce ne sont que des indicateurs derrière lesquels se trouve une réalité économique que nous allons tâcher d'éclaircir le plus possible.

Ces variables par les résultats qu'elles permettent jouent néanmoins un grand rôle dans notre étude : notre objectif est moins de repérer et de développer les différentes théories économiques élaborées par la recherche académique que de produire un travail d'analyse statistique sur les entreprises familiales françaises. Cette monographie n'étant nullement le lieu d'une présentation exhaustive de la production académique sur les sujets traités, nous nous permettons donc des explications succinctes des travaux conceptuels - en fournissant souvent des références précises pour aller plus loin - dans l'unique optique d'explicitier l'interprétation de nos résultats.

## 2. COMPARAISON DES ENTREPRISES FAMILIALES ET NON FAMILIALES

### 2.1. Description du cadre général des fusions acquisitions

#### 2.1.1. Les acquisitions sont destructrices de valeur

L'analyse classique des opérations de croissance externe tend à montrer qu'elles sont paradoxalement plutôt destructrices de valeur. La recherche académique met en avant un certain nombre de raisons pour expliquer ce phénomène qui, par ailleurs, se trouve vérifié empiriquement dans notre échantillon témoin des entreprises non familiales.

##### 2.1.1.1. Les explications théoriques

Les coûts d'agence apparaissent comme la première raison pour la destruction de valeur. Ces problèmes d'agence peuvent se résumer en réalité à un conflit d'intérêt entre les dirigeants d'une entreprise et ses actionnaires. Roll (1986) met en avant l'hubris du dirigeant et l'empire building comme biais dans la pertinence des choix effectués tout au long du processus de croissance externe. Pour Jensen (1986, 1988), les acquisitions sont des occasions pour les managers d'utiliser le cash-flow libre de l'entreprise pour améliorer leur propre richesse au détriment de celle des actionnaires. Dans la même veine, Murphy (1999) présente les acquisitions comme la conséquence de la volonté du dirigeant d'augmenter sa rémunération souvent indexée sur la taille de l'entreprise.

La recherche pointe également du doigt le processus d'acquisition qui serait vicié en lui-même. Ainsi, Bradley, Desai et Kim (1988) rappellent que la concurrence entre les acheteurs aboutit à ce que l'acquéreur paie la valeur maximale pour la cible. De plus, même en l'absence de concurrence entre les acheteurs, l'acquéreur aura du mal à profiter des éventuelles asymétries d'information puisque les agents financiers comme les arbitragistes de risque captureront le plus souvent les gains potentiels qui y sont liés.

Une dernière piste de réflexion s'articule autour du moyen de paiement. Plusieurs auteurs (Asquith, Bruner et Mullins 1987, Huang et Walkling 1987) voient dans le paiement en actions un signal négatif sur la valeur intrinsèque de l'acquéreur.

Toutes les raisons avancées militent effectivement pour l'idée que les opérations de croissance externe sont destructrices de valeur. Cette thèse doit cependant être nuancée. Certaines critiques avancées, comme celles liées au processus d'achat ou celles liées au moyen de paiement, ne sont que partielles. Ainsi, Tim Loughran et Anand Vijh<sup>4</sup> montrent que les résultats diffèrent quelque peu selon que la transaction s'effectue par un processus de

---

<sup>4</sup> Tim Loughran et Anand Vijh, "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions", The Journal of Finance, Vol LII, n°5 (Décembre 1997)

vente aux enchères ou de gré à gré, ainsi selon que le paiement se fasse en action ou en numéraire. Toutefois, cette nuance ne remet pas en cause la conclusion générale.

### 2.1.1.2. Situation française

Notre analyse montre que la situation française n'échappe pas à cette tendance. La mesure de la performance anormale, c'est à dire la différence entre le cours de bourse attendu et le cours de bourse effectivement réalisé, de notre échantillon d'entreprises non familiales sur deux ans après la date d'annonce de l'opération met en avant une sous-performance de l'ordre de -6,3%. Comme nous l'avons indiqué dans la description de cette variable, 2 ans peut sembler être un horizon d'analyse un peu court. Cependant, les études qui mènent ce genre d'analyse sur des périodes plus longues trouvent des résultats comparables.

#### PERFORMANCE SUR 2 ANS APRES L'OPERATION

Type d'entreprises	Performance
Entreprises non familiales	-6,3%

Ainsi, ce résultat constitue le point de départ de notre réflexion : les opérations de croissance externe sont destructrices de valeur pour les entreprises. Ceci paraît cependant quelque peu surprenant : quel est l'intérêt de faire une acquisition si celle-ci risque de se révéler destructrice de valeur ? Nous avons mis en avant plus haut quelques motivations négatives. Pour autant, ces opérations sont nécessaires à la vie économique. Une constatation qui s'impose est que les opérations de croissance externe apparaissent comme le moyen privilégié pour une entreprise de grossir. Sur la période allant de janvier 1980 à janvier 2000, près de 70000 opérations<sup>5</sup> ont été menées dans le monde pour un montant de l'ordre de 9 trillions de dollars.

Ayant montré que les opérations de croissance externe étaient globalement et en moyenne destructrices de valeur, nous allons essayer de voir plus en détail cette tendance, et notamment d'en dégager les grands traits.

### 2.1.2. La diversification est responsable de la destruction de valeur

Si – comme nous le postulons – les difficultés à dégager de la création de valeur au cours d'une opération de croissance externe ne sont pas uniquement le fait d'un biais lié au processus, ni même la conséquence de conflits d'intérêts, mais bien d'un véritable défi dans le choix de la cible et dans son intégration, la destruction de valeur devrait augmenter avec la difficulté de l'opération. C'est pourquoi notre attention se porte sur l'analyse des opérations

<sup>5</sup> M&A database of the Securities Data Corporation: sur la période indiquée, 68 621 transactions pour un montant de 8 845 milliards de dollars. Les 4/5 des opérations et du montant ont été réalisés pendant la décennie des années 1990

selon qu'elles soient diversifiantes ou non. Cette typologie renvoie à la stratégie suivie par les entreprises.

### **2.1.2.1. La stratégie suivie est indépendante de la valorisation des entreprises**

Notre première interrogation consiste à tenter de déterminer ce qui peut influencer la stratégie de l'acquisition. Pour cela, nous allons regarder le PER. Son niveau dépend essentiellement de trois facteurs : la croissance future des bénéfices de la société, le risque associé à ces prévisions, et le niveau des taux d'intérêt. Autrement dit, le PER intègre des éléments de profitabilité présente et à venir. Nous souhaitons ainsi vérifier si les acquisitions diversifiantes sont effectuées par un type d'entreprises en particulier, soit qu'il s'agisse des plus profitables, soit au contraire de celles aux perspectives de croissance moroses cherchant à se redonner une certaine vigueur.

Sur notre échantillon des entreprises non familiales, nous trouvons des PER suivants :

#### **PER<sup>(1)</sup> DES ENTREPRISES NON FAMILIALES**

<b>Stratégie suivie</b>	<b>PER</b>
<b>Acquisitions diversifiantes</b>	<b>18,4</b>
<b>Acquisitions non diversifiantes</b>	<b>19,1</b>

<sup>(1)</sup> PER à la date de l'annonce de l'acquisition

Les PER sont à peu de choses près comparables. La stratégie suivie est donc indépendante du niveau de valorisation. Ce résultat nous intéresse car il semble accréditer la thèse que la voie de la diversification relèverait d'un véritable choix interne, et non pas d'une conjoncture de valorisation boursière particulièrement favorable.

Les entreprises se lançant dans la diversification ne présentent pas de perspectives de croissance différentes. Ceci signifie donc que l'évolution du cours de bourse suite à l'annonce de l'opération ne sera pas guidée par un rattrapage ou par une correction de valorisation. On peut estimer qu'elle va réellement refléter les nouvelles perspectives de croissance et le risque qui y est associé.

### **2.1.2.2. Les opérations diversifiantes sont particulièrement destructrices de valeur**

Considérant que la diversification représente une prise de risque supplémentaire, nous nous attendons à ce que la destruction de valeur y soit plus importante. Ce résultat est renforcé par un second facteur d'importance au moins égale qui est la décote généralement constatée pour les entreprises diversifiées, appelée « décote de holding ».

Berger et Ofek<sup>6</sup> avancent comme raison à cette décote naturelle des phénomènes de financement croisé, de surinvestissements (résultant d'une trésorerie plus abondante) et d'asymétrie d'information entre les dirigeants de division.

Nos résultats pour les entreprises non familiales viennent confirmer cette thèse puisque nous constatons une vraie différence dans la performance anormale selon que l'acquisition est diversifiante ou non.

#### PERFORMANCE SUR 2 ANS APRES L'OPERATION

Stratégie suivie	Performance
Acquisitions diversifiantes	-20,8%
Acquisitions non diversifiantes	-1,0%

L'analyse de la décote des entreprises diversifiées a fait l'objet d'études diverses, mais il est difficile de la chiffrer en moyenne, et elle oscille selon les auteurs entre 15% et 40%. En tout cas, notre étude montre clairement une sous-performance, signe que la diversification a réellement un effet négatif sur l'évolution du titre.

La décote de valorisation inhérente à la diversification est difficilement évitable. Pour qu'une opération soit créatrice de valeur, la réalité économique doit donc primer. Dans cette perspective, plusieurs moyens existent pour s'assurer du succès dans les faits.

### 2.1.3. La taille qui apparaît comme un moyen de réduire le risque n'est pas utilisée à bon escient

#### 2.1.3.1. La taille de la cible a une influence sur le risque

En divisant l'échantillon des valeurs en deux moitiés à la fois pour les entreprises familiales et non familiales, nous pouvons voir que les entreprises acquérant des cibles plus petites réussissent en moyenne mieux que les autres.

#### RELATION ENTRE TAILLE RELATIVE ET PERFORMANCE

Taille relative	Performance
Cibles de petite taille <sup>(1)</sup>	-3,6%
Cibles de grosse taille <sup>(2)</sup>	-9,9%

<sup>(1)</sup>Correspond à la moitié des opérations où la taille relative de la cible est la plus petite

<sup>(2)</sup>Correspond à la moitié des opérations où la taille relative de la cible est la plus importante

Ces résultats confirment la thèse de Loughran et Vijh qui montrent que la création de valeur diminue voire devient négative à mesure qu'augmente la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur. Même si l'impact sur le cours de bourse de telles transactions est a priori plus faible, le marché valorise mieux les opérations sur les petites cibles.

<sup>6</sup> Berger, P. et E. Ofek, "Diversification's effect on firm value", Journal of Financial Economics, 37, 39-65 (1995)

Bradley et Sundaram<sup>7</sup> avancent plusieurs arguments pour expliquer ce phénomène. Les acquisitions de petites tailles sont plus faciles à intégrer, la cible a plus de chance d'être dans la même activité, et l'acquisition a rarement été menée pour des raisons d'hubris. Il est également plus facile pour l'acquéreur d'utiliser l'asymétrie d'information à son propre profit, et de payer l'acquisition en numéraire plutôt qu'en titres car le montant à financer est plus faible. Ce dernier point est important, car il permet d'éliminer le signal négatif qui est envoyé au marché lorsque les titres sont utilisés comme moyen de paiement. La disproportion entre la puissance de l'acquéreur et de la cible lorsque celle-ci est comparativement plus petite introduit un biais en faveur de l'acquéreur dans la négociation sur le prix et la conduite de la due diligence. De plus, les petites cibles sont généralement moins susceptibles d'avoir des organes de direction forts, bien introduits ou influents. Il y a souvent très peu d'actionnaires tels que des institutions bancaires dans leur capital. Enfin, les cibles sont peu susceptibles d'être représentées par de meilleures banques d'affaires ou de meilleurs cabinets d'avocats à la table des négociations.

A propos de l'intégration de la cible, elle est plus facile lorsque cette dernière est petite. Il y a moins de salariés, moins de rigidités dans les structures administratives, et les systèmes ou les processus sont plus faciles à fondre ou à remplacer par ceux de l'acquéreur. De même, il y a moins d'interférence dans la R&D, dans le marketing, les réseaux de distribution ou les unités de production. Au niveau de l'encadrement, le risque de doublons aux postes de directions est moindre diminuant ainsi les sources de conflits potentiels.

### 2.1.3.2. La taille n'est pas utilisée à bon escient

Paradoxalement, et contrairement à ce que nous avons démontré plus haut, nous remarquons que les entreprises non familiales ne semblent pas se servir du critère de la taille pour atténuer la destruction de valeur potentielle quand elles se lancent dans une opération de croissance externe. Nos résultats montrent en effet que la taille relative de la cible est pratiquement la même dans les opérations diversifiantes que dans les opérations non diversifiantes.

#### TAILLE RELATIVE DE L'ACQUEREUR NON FAMILIAL PAR RAPPORT A LA CIBLE

Stratégie suivie	Taille Acquéreur / Taille Cible
Acquisitions diversifiantes	2,55
Acquisitions non diversifiantes	2,57

Ainsi une manière naturelle de réduire le risque associé à toute opération n'est pas utilisée.

<sup>7</sup> Michael Bradley et Anant Sundaram, "Acquisitions and Performance" (2004)

## 2.2. Spécificités des entreprises familiales

### 2.2.1. Les acquisitions sont créatrices de valeur

Le premier objet de notre étude est de montrer que les entreprises familiales sont plus habiles à dégager de la valeur lors des opérations de croissance externe. Ce premier résultat nous est donné par l'analyse de l'échantillon.

#### PERFORMANCE SUR 2 ANS APRES L'OPERATION

Type d'entreprises	Performance
Entreprises familiales	8,6%

Il ressort clairement que contrairement au résultat général, les entreprises familiales ont une performance anormale positive sur les deux ans qui suivent la date de l'annonce de l'opération. Cela signifie que les entreprises familiales dégagent de la valeur à partir des opérations de croissance externe. Pour elles, ces opérations seraient donc profitables.

Notre objet désormais va être de caractériser cette performance à travers l'étude de critères généraux à la vie de l'entreprise, ainsi que de compétences plus particulières et plus étroitement associées à l'acquisition d'autres sociétés.

#### 2.2.1.1. La sur-performance des entreprises familiales sur les entreprises non familiales est un résultat général

Ce résultat, dégagé à propos de la croissance externe, rejoint une thèse plus générale sur le fait que les entreprises familiales réussissent mieux en moyenne que les entreprises non familiales.

Une des premières raisons avancées tient à des coûts d'agence moindres. Demsetz et Lehn (1985) montrent notamment que de manière générale, un actionnariat concentré a davantage d'intérêts à minimiser ces coûts d'agence et à maximiser la valeur d'entreprise. Dans le cas spécifique de la famille, le fait que la richesse soit étroitement liée à la réussite de la société pousse à assurer un contrôle étroit sur le dirigeant ainsi qu'à éviter le problème du « passager clandestin », dit aussi du « free-rider », inhérent aux actionnaires petits et atomisés. Ce contrôle est d'autant plus facile qu'étant présente depuis longtemps dans l'entreprise, la famille en connaît la technologie et comprend donc plus aisément les enjeux de l'activité.

L'horizon temporel joue également un rôle important. Dès 1932, Berle et Means (1932) mettent en avant au moins quatre types de problèmes pouvant affecter les relations entre les dirigeants et les actionnaires, notamment en raison d'objectifs propres divergents.

Parmi ces quatre types de problème, on rencontre celui de « l'empire building »<sup>8</sup> dont la problématique se décrit ainsi : le manager extérieur a tendance à prendre des décisions qui lui sont favorables à court terme, indépendamment des conséquences de long terme qu'il n'aura pas à supporter. L'actionnaire, la famille en l'occurrence, devra en revanche assumer l'effet long-terme. Ainsi donc, s'il peut y avoir une identité entre la gestion et la propriété de l'entreprise, le dirigeant aura tendance à se préoccuper également des conséquences lointaines. Pour Stein (1988, 1989), les entreprises dont les actionnaires ont des horizons d'investissement de plus long-terme souffrent moins de myopie managériale et sont moins susceptibles de renoncer à de bons investissements pour gonfler leurs résultats immédiats. James (1999) toujours à propos de cette dimension temporelle démontre que cette préoccupation de long-terme s'ancre dans la volonté de passer l'entreprise aux générations suivantes. Casson (1999) et Chami (1999) précisent que l'entreprise est davantage vue comme un actif à transmettre à des descendants que comme une richesse dont il faudrait profiter immédiatement.

Enfin, les familles fondatrices ont également un fort souci de réputation lié à leur présence dans le capital. Cette préoccupation s'exerce de manière générale, mais plus spécifiquement à l'égard des tiers en relation avec l'entreprise. Le caractère long-terme de ce type d'actionnariat suggère que les parties prenantes extérieures, comme les fournisseurs, les créanciers, les salariés, sont souvent en affaires avec les mêmes dirigeants qui dès lors s'efforcent de faire vivre un climat de confiance établi dans le temps.

Ces caractéristiques se retrouvent dans une meilleure valorisation boursière pour les entreprises familiales que pour les entreprises non familiales. Lorsque l'on compare les PER des entreprises familiales et non familiales, nous trouvons, en effet, des différences substantielles.

#### PER<sup>(1)</sup> DES ENTREPRISES FAMILIALES ET NON FAMILIALES

Type d'entreprises	Moyenne PER
Entreprises non familiales	18,9
Entreprises familiales	25,1

<sup>(1)</sup> PER à la date de l'annonce de l'acquisition

<sup>8</sup> Les trois autres types de problèmes sont « la perquisite consumption » (achat de biens ou d'actifs pour les dirigeants), « l'entrenchment » (l'ensemble des stratégies visant pour le dirigeant à rester au pouvoir le plus longtemps possible) et « le favoritism » (népotisme, favoritisme).

### 2.2.1.2. Les critères de cette sur-performance se retrouvent dans les opérations de croissance externe

Les caractéristiques décrites précédemment jouent en particulier lors des opérations de croissance externe, et se déclinent notamment lors des phases suivantes :

- Pertinence du recours aux stratégies de croissance externe
- Choix des cibles
- Intégration des cibles

La pertinence du recours aux stratégies de croissance externe s'explique par les coûts d'agence moindre que nous avons évoqués précédemment. Minimiser les risques pris par l'entreprise à laquelle est associée la fortune et le nom de la famille aurait tendance à diminuer le recours aux stratégies de croissance externe par opposition aux stratégies de croissance organique pour les utiliser uniquement dans les cas les plus appropriés.

La dimension temporelle se retrouve en ce que le choix de la cible s'effectue en fonction de critères objectifs et valables à long terme. Le manager acquerrait une cible avec un rationnel stratégique clairement établi pour sa propre entreprise. Indépendamment des pressions de la bourse, des médias, des concurrents ou de ce que certains ont qualifié d'hubris personnelle, le choix s'opérerait uniquement en fonction du caractère complémentaire ou non des activités, de la situation financière et de la facilité d'intégration de la cible dans l'acquéreur.

Enfin, la confiance réciproque avec les partenaires permet une meilleure intégration des sociétés, compte tenu des deux paramètres d'importance que sont la motivation du management et la culture d'entreprise. Le souci de la pérennité de l'entreprise d'une part et la constance des relations, avec tout ce qui a trait au contrat moral entre les actionnaires et les salariés, facilite l'intégration conçue comme dynamique d'attraction. Nous remarquons également que la solidité des différentes relations agit comme un élément stabilisateur dans ce moment de transition particulier qu'est l'intégration d'une entreprise.

### 2.2.1.3. Impact de la période

La meilleure performance des entreprises familiales sur les entreprises non familiales est un résultat commun à toute la période.

#### ANALYSE DE LA PERFORMANCE PAR PERIODE

Période	Entreprises non familiales	Entreprises familiales
1998-1999	-35,8%	-0,6%
2000-2001	-10,9%	11,1%
2002-2003	5,5%	12,9%

Il est intéressant de noter par la même occasion que, cependant, la période étudiée n'est pas homogène pour les opérations de croissance externe. Il semblerait en effet que les deux dernières années (2002-2003) aient été beaucoup plus profitables pour les entreprises familiales comme pour les entreprises non familiales, par opposition aux deux premières années (1998-1999).

Une autre observation est que pour les entreprises familiales, les opérations de croissance externe se sont toujours révélées en moyenne rentables ou au minimum neutres. Ainsi donc, leur capacité à dégager de la valeur semble une donnée constante et non pas propre à une courte période.

### **2.2.2. La non diversification est particulièrement créatrice de valeur**

Alors que nous avons noté que le cadre d'analyse classique faisait porter la destruction de valeur sur les acquisitions diversifiantes, nous remarquons que pour les entreprises familiales le résultat diffère quelque peu.

#### **2.2.2.1. La stratégie dépend de la valorisation des entreprises**

L'analyse des PER comme nous l'avons conduite dans le cadre général d'analyse mène ici à un résultat autre. En effet, il y a une grande différence entre les PER des entreprises procédant à des opérations diversifiantes et celles procédant à des opérations non diversifiantes : les stratégies de diversification sont le fait d'entreprises avec un PER élevé, c'est à dire avec des perspectives de croissance solidement établies et un risque associé raisonnable.

#### **PER<sup>(1)</sup> DES ENTREPRISES FAMILIALES**

<b>Stratégie suivie</b>	<b>Moyenne des PER</b>
<b>Acquisitions diversifiantes</b>	<b>30,4</b>
<b>Acquisitions non diversifiantes</b>	<b>22,7</b>

<sup>(1)</sup> PER à la date de l'annonce de l'acquisition

Pour rappel, le PER intègre les perspectives de croissance, le risque associé et le niveau des taux d'intérêts. Or, ces trois paramètres ne permettent pas immédiatement d'expliquer la disparité constatée.

Pour expliquer ce résultat, nous souscrivons à la thèse de Rau et Vermaelen à propos du ratio book-to-market, c'est à dire du rapport entre la valeur des capitaux propres comptables et leur valeur de marché. Ce critère permet de dégager deux types d'entreprises :

- Les entreprises avec un ratio book-to-market faible, dites « glamour ». Ces entreprises bénéficient d'une valorisation optimiste. Autrement dit, le marché

récompense les performances passées et anticipe d'autres bons résultats pour le futur

- Les entreprises avec un ratio book-to-market élevé. Ces entreprises sont moins bien valorisées par le marché. Cette évaluation est soit le fait d'une situation économique médiocre, soit de perspectives de croissance mauvaises

Dans cette typologie, il est préférable pour une entreprise de relever du premier cas, notamment parce que le marché voit de substantielles perspectives de croissance et de rentabilités. Or, dans l'approche classique de la théorie économique, le marché, par la confrontation de l'offre et de la demande, est le révélateur de la vraie valeur d'un actif. Ainsi, pour beaucoup d'agents, et notamment pour ceux qui ne peuvent pas avoir d'autre appréciation de la valeur de l'actif – soit qu'ils n'aient pas accès à l'information privilégiée, soit qu'ils soient incapables de l'exploiter –, la valorisation donnée par le marché est le seul moyen d'évaluer la qualité de l'entreprise.

Notamment, lorsque les décideurs comme le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou les actionnaires doivent approuver une opération de croissance externe, ils reçoivent une évaluation indirecte de la qualité du dirigeant grâce au marché. Une opération proposée par un dirigeant dont l'entreprise est portée par une bonne valorisation boursière aura plus de chances d'être acceptée. Les organes décisionnels auront confiance dans les qualités du dirigeant, et le suivront plus facilement. Ainsi donc, à projet égal, nous voyons naître la possibilité d'une différence de traitement.

Jusqu'à présent, rien n'indique que cette appréciation se révèle dangereuse. Une valorisation optimiste est le plus souvent sous-tendue par des éléments tangibles qui la justifient. On pourrait même penser que les fondamentaux présents ou à venir de l'entreprise étant plus solides, l'acquisition d'une cible devrait se faire plus facilement. Or, ceci est vrai jusqu'à un certain point. D'une part, cela suppose que les fondamentaux de la valorisation ne soient pas menacés par l'acquisition, et que parfois même, ils puissent être un vecteur de soutien pour le surcroît d'activité généré. D'autre part, cela suppose que la valorisation optimiste n'affecte pas le choix du manager. Or, ce dernier point est le plus fragile : un dirigeant reçoit, consciemment ou non, une évaluation indirecte de ses propres compétences à travers la valorisation de son entreprise par le marché. Ainsi, une valorisation optimiste peut le conduire à surestimer ses compétences et donc à s'autoriser à prendre plus de risques.

Pour résumer, lorsqu'une entreprise « glamour » se lance dans une opération de croissance externe, le dirigeant a tendance à prendre plus de risques, et les organes de décision et de contrôle ont tendance à le suivre plus facilement. C'est en réalité la situation que décrit

Roll<sup>9</sup> lorsqu'il parle d'hubris des dirigeants : une forte croissance des cash-flows et des bénéfices ainsi qu'une croissance passée du cours de bourse importante renforce leur confiance dans leurs propres décisions indépendamment qu'elles soient bonnes ou non.

Le même raisonnement à l'inverse peut se faire pour les entreprises bénéficiant d'un ratio book-to-market élevé : le dirigeant, sous-estimant ses compétences ou du moins sa capacité à influencer positivement sur l'entreprise, tend à prendre moins de risques. De même, les organes de décision et de contrôle s'appliqueront davantage à étudier les propositions soumises par le manager.

Nous estimons que le PER renvoie, comme le ratio book-to-market, une appréciation par le marché de la valeur de l'entreprise. Ceci s'explique par les déterminants du PER, notamment eu égard aux perspectives de croissance, et au risque associé. Ceci peut également s'expliquer en décomposant le ratio book-to-market comme le produit de l'inverse du PER avec une constante :

- Les entreprises avec un fort PER seraient les entreprises « glamour » avec une valorisation optimiste
- Les entreprises avec un faible PER seraient les entreprises avec une valorisation pessimiste

Ainsi, au vu de nos résultats, nous confirmons que cette distinction du degré de risque que prend le dirigeant se vérifie pour les entreprises familiales. Les entreprises se diversifiant sont celles qui sont en moyenne les mieux valorisées. Au contraire, celles qui ne se diversifient pas sont celles qui sont moins bien valorisées.

Un second résultat nous permettant de conclure comme Rau et Vermaelen nous est fourni en confrontant ces données avec les performances dégagées respectivement par les entreprises se diversifiant et celles ne se diversifiant pas. Comme nous pouvons nous y attendre, les acquisitions les plus risquées et les moins bien étudiées par les organes de décision et de contrôle se révèlent les moins créatrices de valeur, alors que les plus prudentes s'avèrent largement bénéfiques pour les actionnaires.

---

<sup>9</sup> Roll, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business (1986)

### 2.2.2.2. Les entreprises menant des opérations non diversifiantes surperforment

Comme pour les entreprises non familiales, nous trouvons une grande différence dans la performance réalisée par les entreprises qui ne se diversifient pas, et celles qui se diversifient.

#### PERFORMANCE DES ENTREPRISES FAMILIALES SUR 2 ANS APRES L'OPERATION

Stratégie suivie	Performance
Acquisitions diversifiantes	0,6%
Acquisitions non diversifiantes	12,3%

Pour les entreprises familiales, la diversification est clairement vue comme un facteur de risque supplémentaire. D'ailleurs, la performance constatée est pratiquement neutre. En effet, se diversifier par le biais d'une acquisition, c'est se lancer dans une nouvelle activité dont l'acquéreur ne maîtrise pas en interne le savoir-faire. Les compétences manquent chez les salariés et les dirigeants, et les corps de décision (conseil d'administration ou conseil de surveillance) n'ont pas davantage de connaissances sur le nouveau secteur.

Ainsi, la recherche académique nous enseigne deux choses. La première est que les familles cherchent à réduire le risque spécifique de l'entreprise en se diversifiant moins. La seconde, en revanche, est que les entreprises familiales ne se cantonnent pas aux activités peu risquées. L'analyse des bêtas montre notamment qu'ils sont en ligne avec ceux des entreprises non familiales.

Certes, Shleifer et Vishny<sup>10</sup> font remarquer que, parmi les coûts d'agence, le coût le plus important qu'un actionnaire important et non diversifié peut imposer à une entreprise est l'aversion au risque. Ainsi, les familles fondatrices pourraient diminuer le risque de deux manières différentes. La première en influençant les décisions d'investissement en choisissant des projets dont les cash-flows sont imparfaitement corrélés avec ceux des projets existants. Ceci suggérerait que la diversification serait une stratégie efficace pour les entreprises familiales. La seconde en choisissant des structures de capital qui supportent une plus faible probabilité de défaut, ce qui revient à privilégier le financement par capitaux propres sur la dette.

<sup>10</sup> Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", 94 J. Pol. Econ. (1986)

Cependant, Anderson et Reeb<sup>11</sup> montrent que les entreprises familiales sont au contraire moins diversifiées que les autres, alors même qu'elles ne se cantonnent même pas à des secteurs d'activités réputés moins risqués. De plus, une analyse plus poussée montre que le nombre de sièges réservés à la famille aux boards des entreprises familiales n'a pas d'influence sur la diversification des entreprises.

Une autre explication de la réussite des entreprises familiales est qu'en tant qu'actionnaire important non diversifié, la famille cherche à maximiser la valeur d'entreprise à travers la croissance de l'activité, l'innovation technologique ou la simple survie.

Plusieurs causes peuvent expliquer ce résultat. La première nous est fournie par Mansi et Reeb<sup>12</sup>. Comme la richesse de la famille est étroitement associée à la performance de l'entreprise, les familles ont de vraies incitations à ne pas se diversifier à cause de l'effet négatif que cela a sur la valeur d'entreprise. Ceci est d'autant plus important que comme le rappelle Michel Robe<sup>13</sup> les actionnaires de contrôle qui risquent de perdre beaucoup en cas de faillite – perte de la richesse familiale – ont tendance à maximiser la valeur de leur participation. Jeremy Stein<sup>14</sup>, précité, démontre également comment la présence d'un actionnaire avec un horizon d'investissement long-terme permet de diminuer la myopie dans les décisions d'investissement des dirigeants. Ainsi, un actionnariat familial conduit à une moindre diversification. Les familles fondatrices enfin se gardent d'engager une diversification si le savoir-faire spécifique pour la nouvelle activité va au-delà de l'avantage compétitif de la famille : se diversifier au-delà de son savoir-faire augmente potentiellement l'incertitude.

Ainsi donc, pour conclure sur ce point, les entreprises familiales se lancent moins que les autres dans des stratégies de diversification. La perte de valeur liée à la diversification est suffisante pour dissuader l'investisseur non diversifié de rechercher les bénéfices d'une telle politique de réduction des risques.

Ce tour d'horizon académique nous permet de comprendre les résultats que nous avons obtenus, et notamment pourquoi la performance associée à la diversification est pratiquement nulle.

---

<sup>11</sup> Reeb et Anderson, "Family-Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage", *Journal of Law and Economics* (2003)

<sup>12</sup> Sattar Mansi et David Reeb, "Corporate Diversification : What Gets Discounted?", 57 *J. Fin.* 2167 (2000)

<sup>13</sup> Michel Robe, "Harsh Penalties and Warrants : The Impact of Limited Liability Rules" (Working Paper, Am. Univ. 2002)

<sup>14</sup> Jeremy Stein, "Takeover Threats and Managerial Myopia", 96 *J. Pol. Econ.* 61 (1988); et Jeremy Stein, "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", 104 *Q. J. Econ.* 655 (1989)

Il nous reste cependant à montrer comment les opérations non diversifiantes pour les entreprises familiales sont créatrices de valeur. Notre idée est qu'il n'y a rien d'exceptionnel dans ce phénomène, mais bien plutôt une constante efficacité de l'entreprise familiale qui s'exprime en permanence, et particulièrement dans ces moments de transition. Nous avons déjà mis en exergue que l'étude de l'opération par les dirigeants et les organes de décision et de contrôle y était mieux réalisé. Cela ne peut néanmoins pas rendre compte de tout.

Lorsqu'une entreprise se lance dans une opération non diversifiante, elle fait une sélection dans un marché qu'elle connaît sur une cible qui est de près ou de loin un concurrent. Ainsi, le choix fait a de bonnes chances d'être le bon. Cette affirmation n'apporte rien de particulier pour les entreprises familiales par rapport aux entreprises non familiales, mais elle introduit un élément important dans la distinction acquisitions non diversifiantes/acquisitions diversifiantes. Dans cette même perspective, nous pouvons considérer que le mouvement de concentration est effectué par les acteurs performants du marché sur les moins performants, contribuant à l'amélioration du bien-être général, sous réserve que la concentration n'aboutisse pas à une situation de monopole ou d'oligopole. Ainsi, lors de l'intégration de la cible, il va être implanté par l'acquéreur des techniques et des compétences plus efficaces qu'auparavant, augmentant la valeur dégagée par la cible, et donc la valeur total du nouvel ensemble. Dans le cadre des acquisitions non diversifiantes, il est rare qu'autant de techniques plus efficaces puissent être greffées sur la cible. Enfin, un dernier point sont les synergies dues aux économies d'échelles qui sont plus grandes, notamment parce qu'il y a davantage de doublons dans les acquisitions non diversifiantes que les acquisitions diversifiantes.

Nous remarquons que ces différents points sont également vrais pour les entreprises non familiales. Cependant, ils se trouvent atténués par la présence d'autres éléments qui viennent impacter négativement la création de valeur que l'on aurait attendue d'opérations non diversifiantes.

### **2.2.3. La taille est utilisée à bon escient pour minimiser les risques**

L'impact de la taille relative de la cible se révèle être le même pour les entreprises familiales que pour les entreprises non familiales. En divisant en deux moitiés notre échantillon d'opérations menées par des entreprises familiales, nous trouvons les résultats suivants.

**RELATION ENTRE TAILLE RELATIVE ET PERFORMANCE**

<b>Taille relative</b>	<b>Performance</b>
<b>Cibles de petite taille<sup>(1)</sup></b>	<b>13,1%</b>
<b>Cibles de grosse taille<sup>(2)</sup></b>	<b>4,4%</b>

<sup>(1)</sup>Correspond à la moitié des opérations où la taille relative de la cible est la plus petite

<sup>(2)</sup>Correspond à la moitié des opérations où la taille relative de la cible est la plus importante

Ce résultat paraît donc général : une acquisition est en moyenne plus rentable lorsqu'elle se fait sur une cible relativement plus petite. A cet égard, les entreprises familiales se comportent comme le reste des entreprises. Ceci n'est pas très étonnant : au vu des explications avancées ci-avant, nous voyons difficilement en quoi la situation des entreprises aurait pu être différente. Notamment, parmi les critères qui permettent une meilleure performance pour les acquisitions sur des cibles de petite taille, nous ne relevons rien qui soit du ressort de l'actionnariat ou de la personne du dirigeant.

Nous avons cependant noté qu'en dépit de cette constatation, les entreprises non familiales ne tiraient pas profit de cet avantage de la taille pour minimiser la destruction de valeur lors des acquisitions diversifiantes. La question qui vient alors est de savoir si tel est également le cas pour les entreprises familiales.

Or, nous remarquons que, contrairement à ce qu'il se passait pour les entreprises non familiales, les entreprises familiales qui se diversifient procèdent à des acquisitions sur des cibles de plus petite taille. La différence est en moyenne notable puisque les cibles diversifiantes sont environ trois fois plus petites que l'acquéreur, alors que les cibles non diversifiantes ne sont qu'environ deux fois plus petites. Cette différence de taille relative est le fait de la taille de la cible : en moyenne, la taille absolue de l'acquéreur est pratiquement similaire pour les acquisitions diversifiantes et les acquisitions non diversifiantes.

**TAILLE RELATIVE DE L'ACQUEREUR FAMILIAL PAR RAPPORT A LA CIBLE**

<b>Stratégie suivie</b>	<b>Taille Acquéreur / Taille Cible</b>
<b>Acquisitions diversifiantes</b>	<b>2,91</b>
<b>Acquisitions non diversifiantes</b>	<b>1,98</b>

En résumé, nous avons démontré que les acquisitions sur des cibles relativement plus petites étaient davantage créatrices de valeur. D'autre part, nous remarquons que les entreprises familiales qui se diversifient le font sur des cibles relativement plus petites. Nous pensons qu'il s'agit là d'une véritable stratégie de minimisation du risque qui se révèle payante : contrairement aux entreprises non familiales, l'effet destruction de valeur lié à la diversification se trouve compensé dans le cas des entreprises familiales.

Au contraire, les acquisitions non diversifiantes se font sur des cibles relativement plus grosses, voire même plus grosses en moyenne que celles des entreprises non familiales. Ceci signifie que lorsqu'elles ne se diversifient pas, les entreprises familiales sont prêtes à prendre plus de risques liés à la taille que les entreprises non familiales. Etant donné ce que nous avons dit jusqu'à présent, et notamment à propos de la recherche constante de la minimisation du risque pour les entreprises familiales par rapport aux entreprises non familiales, cette constatation acquiert encore plus de vigueur. La non diversification pour les entreprises familiales, lorsqu'elle est bien menée, est vue comme une stratégie peu risquée et assurée de succès. La création de valeur pour les acquisitions non diversifiantes faites par des entreprises familiales ne relève ainsi pas de la chance, mais bien d'une donnée structurelle profonde dont ont conscience les dirigeants.

En définitive, nous pourrions résumer l'attitude des entreprises familiales comme un comportement visant à réduire le risque, quelle que soit sa forme. Cette posture relève soit d'un mouvement conscient de la part du dirigeant, soit d'une donnée intrinsèque à l'entreprise qui s'exprime particulièrement à l'occasion d'une opération de croissance externe. L'analyse des critères ci-avant montre une cohérence d'ensemble dans les attitudes des entreprises familiales qui s'exprime par une diversité d'approches en fonction des situations. En réalité, nous voyons que cette manière de procéder ne revient qu'à décliner lors d'un moment particulier – celui d'une acquisition – les données de fond responsables de la sur-performance générale des entreprises familiales. Des coûts d'agence moindres, un horizon temporel lointain et une stabilité dans et autour de l'entreprise conduisent à une prudence maîtrisée qui, loin des coups d'éclat médiatiques, permet la création de valeur. C'est ainsi que là où les autres entreprises échouent, les familles limitent les dégâts, et que là où les autres entreprises plafonnent, les familles réussissent avec succès.

### 3. FOCUS SUR LES ENTREPRISES FAMILIALES

*« Les grands-parents amassent, les enfants fructifient, les petits-enfants dilapident »*

La sagesse populaire se trouverait-elle mise en défaut ?

Désormais, nous allons nous intéresser plus en détail aux situations des entreprises détenues par des familles. Comme nous le suggérons en introduction, le simple caractère familial ou non d'une société ne suffit pas à expliquer les performances qu'elle connaît après une opération de croissance externe. Il faut aller plus loin dans l'analyse de cette réalité afin de gagner en précision. A cet égard, la variable la plus pertinente apprécie la personne du dirigeant. Il existe au moins trois situations : un dirigeant fondateur, un dirigeant héritier ou un dirigeant extérieur, appelé aussi manager dans notre analyse. Nous voyons les implications de cette typologie à plusieurs niveaux :

- Age de l'entreprise et souvent par là même la taille de l'entreprise. La chronologie dans la succession des dirigeants est assez généralement le fondateur, l'héritier puis le manager. Les cas où l'héritier prend la direction de l'entreprise après un manager nous semblent des épiphénomènes qui ne perturbent pas notre analyse (le cas se produit une fois dans notre échantillon). Nous relierions ainsi l'âge de l'entreprise avec sa taille. Bien entendu cette association est délicate, sachant que les « success stories » sont assez nombreuses, et qu'un certain nombre de fondateurs ont réussi à donner à leur entreprise une taille significative.
- Mode de management : professionnel ou charismatique. De nombreux penseurs se sont attachés à définir les types possibles d'autorité. Max Weber pour la sphère publique, Paul Claudel pour celle du religieux font par exemple ressortir deux profils : le technicien et le charismatique. Ces deux types d'autorités renvoient à des modes de rapports humains ainsi qu'à des stratégies de développement propres et intéressants d'interroger. Selon cette analyse, nous classerions le fondateur dans l'autorité charismatique, le manager dans celle du technicien, et l'héritier dans un entre deux variant en fonction de la propre personnalité de l'héritier.
- Force des liens à la fois affectifs et actionnaires de la famille avec l'entreprise. Avec le temps, avec la dilution ou non du capital, notamment suite à des introductions en bourse, les liens entre la famille et l'entreprise sont plus ou moins forts. Cela ne remet pas en cause un de nos postulats de base qui veut qu'une entreprise soit familiale, même si la part de la famille dans le capital est très faible,

tant que le reste de l'actionnariat est dispersé. Cependant, l'attachement affectif, l'aversion au risque, l'appréciation de l'entreprise par les parties tierces seront autant d'éléments qui pourront rentrer dans notre analyse par le biais de la personne du dirigeant.

### 3.1. La création de valeur constatée dépend pour une large part du dirigeant

Conformément aux résultats avancés dans la partie précédente, après une opération de croissance externe, les entreprises familiales ont en moyenne une rentabilité réalisée supérieure à la rentabilité attendue. Il nous intéresse d'examiner ici cette réalité selon la personne du dirigeant.

#### ANALYSE DE LA PERFORMANCE PAR TYPE DE DIRIGEANT

Type de dirigeant	Performance	Nombre de valeurs
Fondateur	5,7%	43
Héritier	22,1%	29
Manager Extérieur	2,2%	42
Moyenne	8,6%	114

Immédiatement, nous relevons que les opérations de croissances externes les plus rentables sont celles réalisées par les héritiers. De plus, la différence entre les résultats obtenus par les héritiers et ceux obtenus par le fondateur ou le manager extérieur est significative.

Une première hypothèse que nous avançons est que les managers extérieurs comme les fondateurs, mais pour des raisons différentes, se lanceraient dans des opérations de croissance externe mal choisies. Le fondateur grisé en quelque sorte par le succès rencontré avec la création et la croissance organique de son entreprise serait trop confiant dans ses capacités. Ainsi, il se lancerait sans suffisamment d'expertise ni de retenue dans des opérations guidées par des préoccupations affectives, du type de l'absorption du concurrent de toujours, ou de puissance. Dans ce dernier cas, l'analyse des PER nous permettra d'aller plus loin dans cette analyse.

Concernant la performance obtenue par le manager extérieur, nous considérons qu'elle provient d'une moindre aversion au risque qui le pousse à effectuer des acquisitions risquées. Nous retrouvons également les raisons propres aux conflits d'intérêts pouvant exister de manière générale entre les dirigeants et les actionnaires d'une entreprise.

L'héritier offrirait en quelque sorte les garanties de chacune des parties : l'attachement familial fort à des valeurs rassurantes et utiles dans le moment de transition qu'est

l'intégration d'une entreprise et en même temps une distance et une clairvoyance professionnelle le poussant à éviter les opérations hasardeuses.

En suivant, l'analyse des acquisitions en fonction du rationnel stratégique nous fournit des résultats également éclairants.

#### **ANALYSE DE LA PERFORMANCE SELON LE RATIONNEL STRATEGIQUE**

Type de dirigeant	Non diversifiantes	Diversifiantes	Moyenne
Fondateur	8,8%	-2,1%	5,7%
Héritier	23,5%	18,0%	22,1%
Manager Extérieur	6,9%	-4,7%	2,2%
<b>Moyenne</b>	<b>12,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>8,6%</b>

Une première constatation est que les résultats que nous avons mis en avant précédemment notamment sur les performances relatives des différents dirigeants entre eux sont toujours vrais.

Cependant, notre analyse s'enrichit de plusieurs autres points intéressants. Pour chacun des acteurs, les acquisitions diversifiantes sont moins rentables que les acquisitions non diversifiantes ce qui nous pousse à étendre l'analyse que nous avons menée lors de la caractérisation du rationnel stratégique pour les entreprises familiales ou non familiales : lorsqu'une entreprise familiale se lance dans un métier qu'elle ne sait pas faire, elle ne fait pas une bonne affaire, ou du moins, pour le cas spécifique de l'héritier, elle fait moins bien.

Le fait que le fondateur, comme le manager extérieur, ne réussisse même pas à obtenir une performance comparable à celle de l'héritier pour les opérations non diversifiantes nous incite donc à chercher ailleurs que dans le rationnel stratégique des acquisitions les raisons pour expliquer les différences.

Cependant l'enseignement principal de ces résultats provient certainement de ce que les acquisitions non diversifiantes menées par des entreprises familiales se révèlent rentables, et ce indépendamment du dirigeant. De manière générale, cela valide donc pour ce type d'entreprise les stratégies de croissance par croissance externe.

### **3.2. La diversité des performances s'explique par plusieurs facteurs**

Nous venons de mettre en avant plusieurs hypothèses pour expliquer la disparité de performance suivant la personne du dirigeant. Nous allons tenter de les vérifier à travers l'analyse des PER et de la taille de la cible.

### 3.2.1. Profil des PER

L'analyse des PER des entreprises familiales va nous permettre de considérer plus précisément les effets de valorisation avec les conséquences que cela peut avoir sur le choix des acquisitions.

#### ANALYSE DU PER SELON LE RATIONNEL STRATEGIQUE

Type de dirigeant	Non diversifiantes	Diversifiantes	Moyenne
Fondateur	26,7	46,0	32,1
Héritier	17,5	13,2	16,5
Manager Extérieur	22,1	26,4	23,8
Moyenne	22,7	30,4	25,1

Ces résultats, mis en perspective avec les performances relatives de chacun des acteurs dans chacune des catégories, nous permettent toujours de souscrire à la thèse défendue par Rau et Vermaelen. Les opérations de croissance externe qui ont tendance à sous-performer la rentabilité attendue sont le fait d'entreprises plutôt bien valorisées au moment de l'annonce de l'opération.

Le fondateur apparaît à cet égard l'exemple le plus pertinent. C'est lui qui jouit, en moyenne, du PER le plus fort. Le marché a donc tendance à très bien valoriser les entreprises jeunes qui sont cotées en bourse du temps du dirigeant fondateur. Ce sont souvent des « success stories », ou pour reprendre la terminologie de Rau et Vermaelen des entreprises « glamour ». Elles sont excessivement bien valorisées par le marché. L'acquisition est donc un moment crucial pour ces entreprises. La sous-performance constatée parfois, notamment lors d'acquisitions diversifiantes, serait probablement le fait de l'acquisition de trop, celle qui révèle au marché que la phase de croissance organique, directement le fait de la pertinence d'un modèle d'activité, est désormais terminée et que l'entreprise rentre dans une phase plus mature, avec des niveaux de valorisation qui devront se rapprocher de ceux du marché. Ainsi, on peut penser qu'avant même toute considération de pertinence de choix dans la cible, de difficulté dans l'intégration de l'entreprise acquise, il y aurait comme un signal négatif envoyé au marché. Ceci est particulièrement vrai pour les acquisitions diversifiantes. D'après nos résultats, elles sont le fait des entreprises les mieux valorisées. Que le dirigeant fondateur se lance dans une opération diversifiante porterait un message dont la teneur indiquerait au marché que l'activité de base qui a fait le succès de l'entreprise n'est plus aussi rentable. D'où la nécessité de s'ouvrir à d'autres activités.

La précipitation et les erreurs d'appréciation commises par le fondateur ne nous semblent pas très étonnantes. Nous rappelons que ces entreprises jouissent en moyenne d'un PER de 46. Cela signifie que les attentes du marché à l'égard des résultats futurs sont très

fortes. Or, pour conserver des rentabilités et des perspectives permettant un tel niveau, le dirigeant est obligé de migrer rapidement vers d'autres activités, sachant que sur son métier d'origine, il sera rapidement concurrencé. Ainsi, plus une entreprise a du succès, plus les chances de voir sa rentabilité baisser naturellement du fait des forces du marché sont fortes, et donc plus grande est la tentation de vouloir essayer de trouver un relais de croissance à l'extérieur. Quitte à se lancer dans des diversifications à tout prix.

Les explications avancées dans notre analyse précédente sur la différence entre entreprises familiales et non familiales restent valables, notamment par rapport à la pertinence des choix effectués et de ce que nous pourrions appeler un certain « laxisme » dans l'analyse de la cible, au nom de considérations de puissance ou d'entrée en jeu d'une dose d'affectif.

Le manager extérieur jouit également d'un niveau de PER assez élevé, probablement au dessus du marché. D'ailleurs, ceci n'est pas sans nous étonner dans la mesure où beaucoup d'études soulignent la pertinence de l'emploi d'un manager extérieur pour une entreprise familiale. Cette valorisation optimiste signifie que le marché est confiant sur les résultats qu'il peut obtenir. Cependant, les acquisitions qu'il entreprend ne sont, de manière assez surprenante, pas très satisfaisantes, comme si lors d'une opération de croissance externe le manager extérieur avait tendance à se comporter comme un manager d'une entreprise non familiale.

Le dirigeant héritier se caractérise par les ratios de PER les plus bas. La faible valorisation peut être soit le fait d'une méfiance du marché à son égard soit le signe de difficultés pour l'entreprise. Du fait de cette marge de manœuvre réduite, l'héritier doit donc réussir l'acquisition. De cette lutte pour la « survie » vient l'application dans le choix et l'intégration de la cible, et par là, le succès de l'opération.

### **3.2.2. Analyse selon la taille de la cible**

Nous avons vu dans la partie précédente que la taille de la cible différait selon les situations. Nous souhaiterions vérifier à nouveau ce paramètre selon la personnalité du dirigeant pour tenter de déterminer une éventuelle relation entre l'aversion au risque, le rationnel stratégique et la rentabilité dégagée à l'issue d'une opération de croissance externe. Les données suivantes nous permettent de mettre en évidence un certain nombre de points que notre analyse précédente ne nous avait pas permis de dégager. Le tableau suivant nous donne les moyennes de la taille de la cible suivant la personne du dirigeant et le rationnel stratégique mis en avant.

**ANALYSE DE LA TAILLE ABSOLUE<sup>1</sup> DE LA CIBLE SELON LE RATIONNEL STRATEGIQUE**

Type de dirigeant	Non diversifiantes	Diversifiantes	Moyenne
Fondateur	1,9	1,6	1,8
Héritier	2,0	1,4	1,9
Manager Extérieur	2,0	1,9	1,9
Moyenne	2,0	1,7	1,9

<sup>1</sup> La taille absolue correspond au logarithme des capitaux propres de la cible

La première constatation à faire est que les trois types de dirigeants ont tendance à faire des acquisitions non diversifiantes de tailles tout à fait comparables. L'aversion au risque ou la confiance du dirigeant ne paraît pas se refléter dans la taille absolue de la cible.

En revanche, lors des acquisitions diversifiantes, on reconnaît une certaine disparité en cohérence avec les hypothèses que nous avons avancées précédemment sur l'attitude du dirigeant par rapport au risque. Le manager extérieur, peut-être aidé par une plus grande connaissance et une plus grande technicité, n'hésitera pas à faire des acquisitions de taille plus importante que celles faites par le fondateur ou l'héritier. En réalité, pour le manager extérieur, il n'existe pas de différence de taille entre une acquisition diversifiante ou non diversifiante. Le surcroît de risque inhérent à la diversification n'est pas dilué par la taille de la cible. Ce résultat est logique : des trois types de dirigeant, il est le plus éloigné de la famille. Il se comporte le plus comme le dirigeant d'une entreprise non familiale.

L'attitude du fondateur et encore plus significativement de l'héritier diffère de celle du manager. Pour ces dirigeants, la diversification se fera sur des cibles comparativement plus petites, comme si cette plus petite taille était un gage de sécurité supplémentaire.

Intéressons nous maintenant à la taille relative des acquisitions.

**ANALYSE DE LA TAILLE RELATIVE<sup>1</sup> DE LA CIBLE SELON LE RATIONNEL STRATEGIQUE**

Type de dirigeant	Non diversifiantes	Diversifiantes	Moyenne
Fondateur	1,9	3,3	2,3
Héritier	1,8	3,1	2,1
Manager Extérieur	2,2	2,6	2,3
Moyenne	2,0	2,9	2,3

<sup>1</sup> La taille relative correspond au rapport des capitaux propres de l'acquéreur sur ceux de la cible

Comme dans l'analyse précédente, ce qui se vérifiait au niveau agrégé pour la taille dans l'absolu est également vrai lorsque l'on s'intéresse à la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur : les acquisitions diversifiantes ont tendance à se faire sur des cibles relativement plus petites que les acquisitions non diversifiantes.

En revanche, nous constatons également qu'alors que le manager extérieur ne semble pas très sensible à l'argument de la taille dans le choix de ses acquisitions, le fondateur et l'héritier laissent apparaître des différences significatives.

Concernant le manager extérieur, il apparaît que celui-ci mène des acquisitions diversifiantes ou non diversifiantes sur des cibles relativement de même taille. Ce résultat peut s'interpréter de deux manières. Soit le manager ne se préoccupe pas de la taille relative parce que le risque d'une acquisition diversifiante n'a pas lieu d'être, ce qui nous semble difficilement vrai, ou bien parce qu'il peut être maîtrisé par la compétence professionnelle. Soit le manager ne se préoccupe pas de la taille relative parce que de manière générale, n'étant pas l'actionnaire de l'entreprise, il ne se préoccupe pas du risque comme nous l'avons montré dans le cas général d'une dissociation entre dirigeants et actionnaires. Ainsi donc, comme pour les entreprises familiales, le manager extérieur aurait tendance à sous-estimer l'effet bénéfique de la taille, ce que nous pouvons regretter compte tenu de la moins bonne performance qu'il obtient par rapport au fondateur ou à l'héritier.

Au contraire, le fondateur comme l'héritier vont avoir tendance à se comporter très différemment selon que l'acquisition est diversifiante ou non. En réalité, tout se passe comme si la taille de la cible pouvait apparaître comme un élément déterminant dans la minimisation du risque. Au vu des performances obtenues par chacun des deux, cette approche se révèle plus ou moins payante : pour l'héritier cette stratégie de la taille semble porter ses fruits puisque dans les deux cas, sa performance est supérieure à la performance attendue. En revanche, pour le fondateur, cette stratégie se révèle insuffisante pour les acquisitions diversifiantes. La taille ne suffit pas à diluer tout le risque de la diversification, risque réel puisque la sous-performance obtenue en moyenne montre qu'il se matérialise souvent.

Paradoxalement, alors que parfois l'héritier est donné comme le pire manager que puisse avoir une entreprise familiale, il apparaît dans notre analyse qu'il constitue au contraire un dirigeant équilibré qui réunit les avantages du fondateur et du manager extérieur sans en prendre les inconvénients. Nous faisons donc mentir la sagesse populaire, et introduisons un supplément de précision dans notre description de la sur-performance des acquisitions menées par les entreprises familiales. Enfin, comme indiqué en introduction, nous accédons l'idée que le montant de la participation de la famille dans le capital de l'entreprise n'est pas déterminante. Notre constatation nous pousse à penser que la personne du dirigeant l'est, en revanche, beaucoup plus.

#### 4. REGRESSION

Nous allons désormais résumer l'ensemble des résultats obtenus avec les tableaux croisés en menant une régression sur les données de notre échantillon. Le but est d'essayer de synthétiser grâce à des corrélations entre les variables les caractéristiques les plus importantes que nous avons dégagées dans notre analyse ci-dessus. Pour cela, nous cherchons à expliquer la performance réalisée par rapport à la performance attendue par le CAPM sur deux ans après l'annonce de l'opération. Les variables explicatives sont au nombre de quatre. Il s'agit :

- Du caractère familial ou non de l'entreprise
- Du rationnel stratégique, c'est à dire du caractère diversifiant ou non de l'acquisition
- Du montant des capitaux propres de la cible, telle qu'il ressort de la valorisation lors de la transaction
- Du PER de l'acquéreur de l'acquéreur à la date de l'annonce de l'opération

Les données que nous utilisons dans notre échantillon comprennent les opérations menées par les entreprises non familiales et familiales, soit 144 cas.

Nous obtenons les données suivantes :

##### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,376 <sup>a</sup>	,142	,117	,32970

a. Predictors: (Constant), PER, CPCI, FAM, STRAT

Le modèle dégagé explique donc environ 38% des variations, ce qui à premier vue ne semble pas très satisfaisant. Cependant, ce n'est pas tant ce résultat qui nous intéresse que la corrélation entre les différentes variables et la performance constatée chez l'acquéreur deux ans après l'acquisition.

Les quatre variables sont codées de la manière suivante :

- « Fam » codée 1 quand l'entreprise est familiale, 0 quand elle ne l'est pas
- « Strat » codée 1 quand l'acquisition est diversifiante, 0 quand elle ne l'est pas
- « CPPC » correspond au logarithme de la valeur des capitaux propres de la cible
- « PER » correspond au PER de l'acquéreur

La régression nous donne donc les coefficients suivants comme relation entre les variables et la performance constatée de l'acquéreur par rapport à la performance prédite par le modèle du CAPM.

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,189	,093		2,030	,044
	FAM	,168	,068	,195	2,454	,015
	STRAT	-,132	,061	-,174	-2,162	,032
	CPCI	-,071	,031	-,184	-2,300	,023
	PER	-,004	,001	-,217	-2,714	,007

a. Dependent Variable: PERF

Nous pouvons dégager l'équation suivante pour expliciter ce modèle :

$$\text{Perf réalisée / CAPM} = 18,9\% + 16,8\% * \text{Fam} - 13,2\% * \text{Strat} - 7,1\% * \text{CPCI} - 0,4\% * \text{PER}$$

- « Fam », coefficient positif de 16,8%. Toutes choses étant égales par ailleurs, une entreprise familiale aura une performance supérieure à une entreprise non familiale
- « Strat », coefficient négatif de -13,2%. Toutes choses étant égales par ailleurs, une acquisition diversifiante sera moins rentable qu'une acquisition non diversifiante
- « CPCI », coefficient négatif de -7,1%. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus la cible est petite, plus l'acquisition est rentable. Ceci justifie d'ailleurs les stratégies de taille mis en place par le fondateur et l'héritier. Nos résultats pour les acquisitions diversifiantes montrent cependant que cette stratégie n'est pas suffisante pour assurer le succès d'une opération
- « PER », coefficient négatif de -0,4%. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus le PER est faible, plus l'acquisition est rentable

Au travers de ces résultats nous retrouvons donc les conclusions générales que nous avons mises en lumière dans notre comparaison entre les entreprises non familiales et les entreprises familiales, et que nous avons par la suite confirmées dans l'analyse détaillée des entreprises familiales. En premier lieu, nous retrouvons la sur-performance des entreprises détenues par des familles. Il s'agit ici de notre premier résultat important, qui nous permet

d'appliquer à un épisode précis de la vie de l'entreprise une constatation générale. Le fait que la sur-performance des entreprises familiales soit vraie dans le cas des opérations de croissance externe est particulièrement intéressant : en effet, lorsque nous affirmons que les entreprises familiales sont en moyenne plus rentables que les entreprises non familiales, pour être évidente, cette constatation doit se faire dans le temps très long, indépendamment des cycles et des mouvements de court-terme. Or, ce que nous apporte l'étude des acquisitions, c'est que même sur une période courte, ici deux ans, nous pouvons montrer une forme de cette sur-performance.

Egalement, nous retrouvons deux résultats : une opération non diversifiante se révèle plus créatrice (ou selon les cas moins destructrice) de valeur qu'une opération diversifiante et une opération sur une cible de petite taille est plus rentable que sur une cible de grosse taille. Nous pouvons noter que ces deux résultats sont communs aux entreprises familiales et non familiales, et constituent donc une constatation d'ordre général que nous avons essayée autant que possible d'expliquer grâce aux différents travaux académiques qui ont été menés sur ces sujets. Ces résultats ne nous étonnent donc pas. Nous sommes cependant satisfaits de voir qu'ils peuvent s'appliquer au cas français et en particulier aux entreprises familiales françaises, probablement assez éloignées des entreprises américaines qui sont le plus souvent la base des études académiques ayant permis de dégager ces deux résultats.

Enfin, le PER a également une influence. La distinction entre les entreprises « glamour » et les autres semble effectivement vérifiée. Nous avons clairement remarqué ce phénomène pour les entreprises familiales à travers la dichotomie opération non diversifiante / opération diversifiante. Ceci ne signifie pas pour autant qu'il ne s'applique pas aux entreprises non familiales. La recherche académique le donne comme un résultat général, et l'analyse de notre échantillon, indépendamment des considérations de diversification ou non, tend à montrer qu'il joue également, même si son effet est plus faible que pour les entreprises familiales.

Au terme de notre parcours, nous sommes maintenant en mesure d'énoncer un certain nombre de constatations qui nous semblent vérifiées à propos des opérations de croissance externe. Ce n'est plus le lieu de les réaffirmer en détail, mais bien d'en fournir une synthèse que nous formulerions ainsi : l'opération de croissance externe idéale est une acquisition non diversifiante menée par une entreprise familiale mal valorisée sur une cible de petite taille !

## CONCLUSION

Notre étude visait à nuancer les jugements négatifs parfois émis à propos des opérations de croissance externe. Notamment, nous voulions montrer que ces critiques ne sauraient s'appliquer aux entreprises familiales, qui réalisent en moyenne des acquisitions plus rentables que les entreprises non familiales.

Nous avons donc montré et étayé en tachant d'apporter une explication convaincante chaque fois que cela était possible que les entreprises familiales avaient une meilleure performance. Nous avons pu également pousser plus loin notre analyse en introduisant des nuances dans l'appréciation même des entreprises familiales, notamment en établissant une typologie éclairante de leurs dirigeants. Enfin, et c'est peut-être le point le plus opérationnel, nous avons pu dégager des facteurs de réussites et de succès eu égard aux considérations stratégiques, aux considérations de taille ou de valorisation boursière.

Il n'en demeure pas moins maintenant que notre résultat s'intègre dans une constatation plus générale déjà mentionnée. De nombreuses recherches académiques, s'appuyant sur des études empiriques, ont montré que les entreprises familiales avaient tendance en moyenne à sur-performer les entreprises non familiales. Cette thèse reste controversée, et de nombreux auteurs se sont interrogés sur ces conclusions, se demandant parfois s'il ne s'agissait pas surtout d'une redécouverte passagère par les investisseurs du bienfait du capitalisme familial. Ainsi, la sur-performance en bourse ne serait que la conséquence d'une revalorisation dont les effets disparaîtraient quand l'équilibre sera atteint. Au vue de nos résultats, nous estimons que, sans écarter de possibles mouvements de rattrapages boursiers, cette constatation de la sur-performance des entreprises familiales s'ancre sur des bases économiques fortes et justifiées.

## GLOSSAIRE

### Articles

Anderson et Reeb, « *Family-Ownership and Firm Performance* », in *Journal of Finance*, 2003

Anderson et Reeb, « *Family-Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage* », in *Journal of Law and Economics*, 2003

Anderson, Bates, Bizjak et Lemmon, « *Corporate Gouvernance and Firm Diversification* », in *Financial Management*, 2000

Bradley et Sundaram, « *Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?* », 2004

Le Foll et Pirey, « *L'Heureuse Alliance de l'Héritier et du Manager* », in *Problèmes Economiques*, 31 août 2005

Loughran et Vijh, « *Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions* », in *Journal of Finance*, 1997

Rau et Vermaelen, « *Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms* », in *Journal of Financial Economics*, 1997

Sraer et Thesmar, « *Performance and Behavior of Family Firms: Evidence From the French Stock Market* », 2005

### Bases de données

Datastream pour les cours de bourse, et les PER

Factiva pour l'analyse des rationnels stratégiques

Source interne pour la liste des entreprises familiales

Van Dijk pour la liste et le descriptif des opérations (entreprises, montant de la transaction, pourcentage acquis)

### Régression

SPPS 11.5