

L'heureuse alliance de l'héritier et du manager

L'examen des décisions à plusieurs milliards d'euros et leurs résultats depuis une dizaine d'années montre que nombre d'entre elles ont mal tourné, mais qu'il faut distinguer à cet égard trois catégories d'entreprises aux destins contrastés : les entreprises purement familiales, les entreprises purement managériales et les plus heureuses enfin, celles qui combinent un actionnariat familial ou personnel, source de prudence, avec un management appointé. Ainsi se trouvent réunis sagesse et dynamisme.



Enjeux les Echos titrait en avril dernier "Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ?" ; le Figaro Patrimoine en mai "Les sociétés familiales résistent", ou encore "Vivent les entreprises familiales" dans un numéro du Soir de mars³. En effet, les entreprises familiales semblent avoir de meilleurs résultats que les autres. La branche recherche de la société de bourse Oddo-Pinatton, qui est elle-même une entreprise familiale, a créé un indice des entreprises familiales : l'indice Oddo SF qui représente l'ensemble des sociétés cotées sur la bourse de Paris "contrôlées 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". Il a augmenté de plus de 11% par an depuis dix ans alors que le SBF 250, c'est-à-dire les deux cent cinquante entreprises françaises qui ont la plus grande capitalisation boursière, ne faisaient que 6% par an. Quelle est la raison de cette si belle réussite ? Suffit-il à l'équipe dirigeante de risquer son propre argent pour mieux gouverner l'entreprise ? La prudence est-elle le facteur de succès ? Bien sûr ces particularités sont des atouts, mais nous allons voir que le seul fait d'avoir un actionnariat familial n'est pas suffisant et que la structure idéale est l'alliance entre une famille actionnaire et un manager extérieur.

Ils vont tuer le capitalisme" (Claude Bébéar)

Revenons tout d'abord sur les forces des sociétés familiales, ou plutôt sur les faiblesses des entreprises qui n'ont pas d'actionnaire de référence de type familial. Souvenons-nous en effet qu'à l'été 2002 la presse soutenait que les dérives observées dans la gestion de certaines grandes entreprises françaises étaient dues à leurs managers, livrés à eux-mêmes sans contrôle ni soutien d'un actionnaire fort. En particulier, Claude Bébéar, dans son dernier ouvrage⁴ *Ils vont tuer le capitalisme*, critique les pressions des acteurs extérieurs que subit le chef d'entreprise. L'entreprise est entourée de conseillers et d'institutions qui exercent de fortes pressions sur les décisions, mais dont les critères de réussite sont différents, voire antagonistes de ceux de l'entreprise elle-même. Ces acteurs externes sont principalement les banques d'affaires, les analystes financiers, les fonds de placement et les médias. A ces pressions, les familles résistent mieux que les managers.

La relation entre les entreprises et leurs banques d'affaires s'est profondément modifiée durant les vingt dernières années. Avec la dérégulation des marchés financiers et la privatisation des grands établissements nationalisés en France, une réelle concurrence entre banques s'est instaurée, dopée par l'arrivée des banques anglo-saxonnes. On a vu apparaître et s'amplifier une politique commerciale agressive. Cette action de démarchage, le *pitching*, consiste à convaincre un industriel du bien fondé de l'acquisition d'une autre société. Peu importe à la limite l'issue à terme de l'opération pour le banquier, il touchera de toute façon sa commission à l'achat. Il est clair que le manager ne pondère pas les avantages et les périls immédiats et différés de telles opérations de la même manière qu'un héritier.

Les analyses financières, quant à elles, par l'effet de l'émergence des réseaux de plus en plus puissants, sont diffusées instantanément à tous les relais de communication. Ce phénomène donne aux analystes un pouvoir fort sur le marché. Pour maintenir son cours de bourse, le dirigeant doit anticiper leurs réactions et s'efforcer de les convaincre de la justesse de ses choix à l'occasion de rencontres très fréquentes. Il faut différencier les analystes *sell side* des *buy side*. Les premiers vivent des commissions prises sur les ventes d'actions aux clients de la banque, et poussent donc les entreprises à optimiser les ratios financiers à la mode. Les autres sont quant à eux chargés de gérer un portefeuille de participations. Cette gestion est à l'ori-

gine des pressions vers le recentrage sur le *core business* qui ont rendu bien des entreprises plus sensibles aux cycles économiques mondiaux. Comme les entreprises familiales sont beaucoup plus attachées à la pérennité de l'entreprise et à sa valeur à long terme, leur perméabilité à ce genre de pression est faible.

Les marchés de leur côté sont aujourd'hui principalement investis par les fonds de placement qu'il convient de diviser en deux catégories : les fonds d'investissement et les fonds de pension. Les uns, évalués sur une périodicité hebdomadaire qui correspond à la publication de leur performance, ne jouent que sur les variations et leurs anticipations, déconnectant l'évolution du cours de bourse des fondamentaux de l'entreprise. Les autres ont quant à eux des objectifs patrimoniaux à long terme. On peut cependant regretter qu'ils se refusent à intervenir dans la gestion des entreprises : ils se sont contentés jusqu'à présent de "voter avec leurs pieds", c'est-à-dire de se retirer brutalement du capital des entreprises quand elles les déçoivent.

Les médias enfin, toujours à la recherche de sensationnel, ont salué les projets industriels les plus fous, mettant en scène des dirigeants élevés au rang de demi-dieux. Les cinq dernières années ont été marquées par une activité particulièrement intense en terme de fusions-acquisitions. Des montants inédits jusqu'alors ont été atteints, puisque jusqu'à plusieurs dizaines de milliards d'euros par opération ont été consacrés à un rythme très soutenu à des stratégies de croissance externe. Certains secteurs ont été particulièrement concernés : les télécommunications, la pharmacie, l'énergie, les médias, voire plus récemment la banque. N'oublions pas qu'à cette époque, l'audace et la clairvoyance des dirigeants concernés étaient louées à la une de tous les journaux... avant le retournement médiatique dont beaucoup d'entre eux ont été victimes depuis 2002.

Tous ces acteurs, banques d'affaires, analystes, fonds de placement et médias apparaissent donc comme des pousse-au-crime que le patron n'est certes pas obligé d'écouter, mais dont le fort pouvoir de persuasion peut pousser à la faute, surtout en l'absence d'un contre-pouvoir fort, représenté par un actionnaire de référence à culture pérenne comme une famille.

Quand les familles s'enflamment

La famille n'est pas pour autant une structure invulnérable. Il semblerait que seules 10 à 15% des entreprises familiales passent le cap de la troisième génération¹. De plus, même des entreprises



Tous ces acteurs, banques d'affaires, analystes, fonds de placement et médias apparaissent comme des pousse-au-crime dont le fort pouvoir de persuasion peut pousser à la faute, en l'absence d'un contre-pouvoir fort, représenté par un actionnaire de référence à culture pérenne comme une famille.

anciennes ont succombé. Fiat, par exemple, est une entreprise familiale centenaire qui a décidé d'élargir son champ d'activités depuis les années 1970, alors que les constructeurs automobiles français, Peugeot et Renault, concentraient leurs efforts sur la qualité. La stratégie du groupe italien mené par le patriarche Agnelli l'a conduit au bord de la faillite. Mais cela ne veut pas dire que les sociétés familiales ne sont pas armées pour réussir de grands changements de stratégie ou encore de grandes acquisitions. Le monde des finances a en effet applaudi le rachat de Promodès par Carrefour pour 16 milliards d'euros en 1999. Toutefois, la difficulté de trouver des managers compétents parmi les descendants des fondateurs est la principale raison qui met en péril la prospérité durable des entreprises purement familiales.

Il paraît donc que les structures purement managériales d'une part, et purement familiales, d'autre part, ne présentent pas de garanties suffisantes en terme de contre-pouvoir pour réussir à contrebalancer toutes les pressions qui s'exercent sur le décideur. Or, comme nous l'avons dit, les montants de ce type d'opérations ont atteint des sommets dans les dernières années, dépassant plusieurs dizaines de milliards d'euros. Ces décisions sont particulièrement risquées. Les différentes études des cabinets de consultants évaluent à environ 60% la probabilité d'échec de telles opérations⁵. La nécessité d'un réel contre-pouvoir face au dirigeant au sein du conseil d'administration apparaît alors clairement lorsque l'on se penche sur les processus de prises de décisions engageant plusieurs milliards d'euros.

Un cas intéressant : la double expérience de Michel Bon

Avant de poursuivre notre réflexion, arrêtons-nous un instant sur la double expérience de M. Bon comme président du groupe familial Carrefour d'une part puis comme président de France Télécom d'autre part, entreprise dont l'État est actionnaire majoritaire. À la tête de Carrefour M. Bon avait eu l'idée d'implanter ses enseignes en Turquie. Cette proposition laissant les actionnaires familiaux plutôt perplexes, il les avait entraînés sur le terrain pour leur montrer où seraient construits les hypermarchés afin de les convaincre des opportunités de développement dans ce pays. À l'inverse, à la tête de France Télécom, il n'était soumis qu'à un lointain contrôle de l'État sur ses activités. Après avoir validé la stratégie du nouveau manager, son ministère de tutelle lui laissait les mains libres pour réaliser les acquisitions et les investissements tant qu'ils étaient en phase avec cette stratégie. Il n'a toutefois pas pu procéder par échange d'actions ou par augmentation de capital, car la part de l'État dans le capital devait rester au-delà de 51%. Dans un cas nous avons donc une société familiale dont l'actionnaire contrôle les

décisions stratégiques du dirigeant afin de préserver ses intérêts patrimoniaux. L'autre cas illustre le processus de prise de décision dans une société où l'actionnaire doit faire face à des contraintes différentes de celles qui pèsent sur l'actionnaire privé (contraintes sociales, politiques ou autres).

Une nouvelle classification

Afin de mettre en évidence de façon plus précise une relation entre la structure dirigeante et les performances des entreprises, nous proposons donc de regarder les entreprises en fonction du caractère familial ou non de l'actionnariat mais aussi du caractère familial ou non du dirigeant. Nous en arrivons à la classification suivante en cinq catégories des entreprises.

La première catégorie se compose des entreprises purement familiales, dont une famille est actionnaire de référence et dont le dirigeant est un membre de cette famille. Nous retrouvons ici quelques grands noms de l'industrie française, comme Michelin ou Bouygues.

La deuxième catégorie regroupe les entreprises encore dirigées par leurs fondateurs. Cette catégorie s'approche de la précédente, si ce n'est qu'ici le fondateur est toujours aux commandes. Cap Gemini Ernst & Young est ainsi toujours dirigée par M. Kampf et Sodexo par M. Bellon.

La troisième catégorie réunit les entreprises familiales dirigées par un manager extérieur à la famille et révocable par les actionnaires, dont fait notamment partie la famille en question. Cette catégorie reste "familiale" au sens d'Oddo SF mais l'originalité de notre approche consiste justement à les distinguer des deux catégories précédentes. Nombre d'entreprises sont dans ce cas. Citons par exemple le groupe Accor dirigé par M. Espalioux et qui compte ses fondateurs, MM. Dubrule et Pélisson, parmi ses actionnaires. De même le groupe Pinault-Printemps-Redoute est dirigé par M. Weinberg alors que le capital est toujours contrôlé par M. Pinault, L'Oréal dirigé par M. Owen-Jones est propriété de Mme Bettancourt, et la famille Peugeot a confié la direction de PSA à M. Folz.

Dans la quatrième catégorie nous avons distingué parmi les entreprises purement managériales celles qui avaient parmi leurs actionnaires des personnes défendant leurs intérêts patrimoniaux à l'image des familles. Ces actionnaires peuvent être les salariés, s'ils sont présents de façon significative au capital comme à la SAGEM. Entrent dans cette catégorie les sociétés qui ont des holdings industrielles familiales telles que Worms, Wendel ou encore Albert Frère à leur capital et au conseil d'administration. Imerys est ainsi aux mains d'Albert Frère. Enfin les sociétés contrôlées par des institutions mutualistes, telles que le Crédit Agricole ou Axa, font aussi partie de cette quatrième catégorie.

Nous regroupons enfin dans la cinquième catégorie les sociétés autres. Il s'agit des sociétés purement managériales dont le capital est très diversifié. Ces entreprises présentent de plus en France la caractéristique d'être généralement administrées par des amis du dirigeant puisque la composition du conseil d'administration est choisie par l'assemblée générale sur proposition du conseil d'administration. Vivendi entre dans cette catégorie. En effet la famille Bronfman n'est entrée au capital de l'entreprise qu'à l'occasion du rachat des activités de Seagram par M. Messier. À l'époque de la réorientation stratégique majeure des activités de la Générale des Eaux il n'y avait donc pas de personnes physiques parmi les actionnaires de référence du groupe. France Télécom de son côté est elle aussi considérée comme une société purement managériale. Nous avons en effet vu plus haut que l'État avait une vision plus politique que patrimoniale ou stratégique de sa participation au capital. Une réforme en cours vise précisément à corriger ce biais.

Le panel étudié se compose des 94 plus grosses entreprises cotées du SBF 250 dont la capitalisation boursière dépasse le milliard d'euros. Pour évaluer l'efficacité de la structure de direction de ces différentes catégories nous avons choisi de regarder l'évolution des cours de bourse depuis 1991, date de la création de l'indice SBF 250. Cette méthode permet de mesurer la confiance accordée par les actionnaires et le marché à la structure de direction.

Les résultats de cette comparaison (voir graphique) sont intéressants et nous amènent à nous poser de nouvelles questions sur le thème de la gouvernance d'entreprise. Trois groupes émergent en effet. La performance la moins bonne revient aux entreprises purement managériales de notre cinquième catégorie. Les entreprises de nos deux premières catégories, de type familial à dirigeants familiaux, font légèrement mieux... mais restent très loin des entreprises des catégories trois et quatre. Ces deux dernières catégories, qui distinguent les entreprises alliant un actionnaire de référence présent au conseil d'administration dont le patrimoine est intimement lié au destin de la société d'une part et un manager compétent et révocable par ce même conseil d'administration d'autre part, ont vu leur capitalisation boursière moyenne multipliée par quatre en douze ans quand les entreprises de type purement familial se contentent d'un multiple de 2,5 et les sociétés purement managériales d'un multiple 1,5.

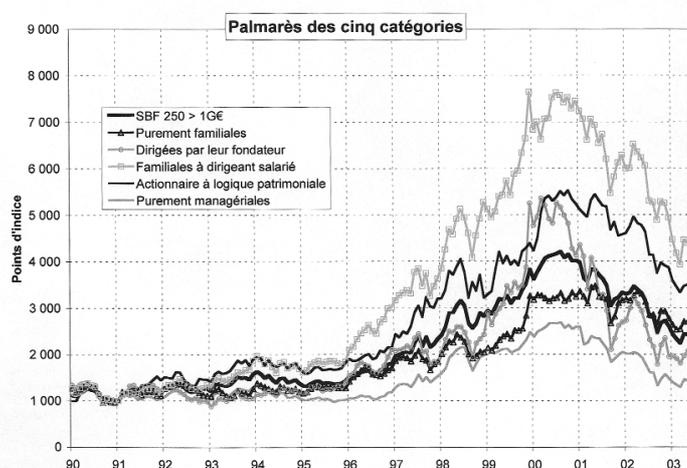
qui ont fait loi dans les deux derniers siècles : le dix-neuvième siècle était l'ère du capitalisme familial, et le vingtième connu le règne des directeurs, conformément au pronostic de James Burnham dans les années quarante⁶. Cette rencontre permet, tout en garantissant la compétence du manager, de réintroduire des comportements capitalistes au sens du dix-neuvième siècle. C'est ce caractère pérenne de l'actionnariat qui donne à l'entreprise une vision à long terme et une certaine indépendance vis-à-vis des acteurs extérieurs. Mais il peut exister en fait des facteurs de pérennité de tous ordres : de l'ordre de la matière, comme dans les secteurs miniers et pétroliers caractérisés par des durées d'exploitation extrêmement longues ; de l'ordre des hommes, comme notamment les dirigeants charismatiques tels que Claude Bébear et Jack Welch ; de l'ordre des institutions, comme les différents types d'actionnariat des catégories trois et quatre de notre classification ; de l'ordre du sacré, comme les cultures d'entreprises fortes qui mettent en exergue le culte de la technicité, chez Air Liquide, ou la fascination pour l'automobile, chez nos marques nationales.

Le succès de cette association des héritiers et des managers, que le bon sens suggère et que les chiffres confirment, n'est pas facilement reconnu par la culture des Lumières, éprise de pure raison, et rappelle fâcheusement des mœurs d'Ancien Régime, comme les couples Henri IV – Sully, Louis XIII – Richelieu et Louis XIV – Colbert, voire l'institution des *podestats*, gouvernants appointés et révocables que s'offraient les villes italiennes de la Renaissance. À la raison de remettre cette association au goût du jour.

Arnaud Le Foll et Edouard de Pirey,
ingénieurs des mines.

NOTES

1. "Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ?", *Enjeux les Echos*, Avril 2003.
 2. *Le Figaro*, 23 mai 2003.
 3. *Le Soir*, 22 mars 2003.
 4. *Ils vont tuer le Capitalisme*, C. Bébear et P. Manière, Plon, avril 2003.
 5. *Les mégafusions, les lendemains de la bataille boursière*, D. Bouchoucha et B. Ménayay, septembre 2000.
 6. *Managerial Revolution*, J. Burnham, Indiana University Press, 1941
- La thèse présentée ici est détaillée dans notre mémoire d'ingénieurs-élèves du Corps des Mines "L'heureuse alliance de l'héritier et du manager, le cas des opérations à plusieurs milliards d'euros", juillet 2003.



Pondérer sagesse et dynamisme pour une meilleure gouvernance d'entreprise

Les meilleures catégories sont donc celles qui allient pouvoir et contre-pouvoir. C'est en fait la rencontre entre deux modèles

La Gazette
DE LA SOCIÉTÉ
ET DES TECHNIQUES

La Gazette de la Société et des Techniques a pour ambition de faire connaître des travaux qui peuvent éclairer l'opinion, sans prendre parti dans les débats politiques et sans être l'expression d'un quelconque point de vue officiel. Elle est diffusée par abonnements gratuits. Vous pouvez nous demander des exemplaires supplémentaires ou suggérer des noms de personnes ou institutions que vous estimez bon d'abonner. Vous pouvez consulter tous les numéros sur le web à l'adresse : <http://www.anales.org>

RENSEIGNEMENTS ADMINISTRATIFS

Dépôt légal novembre 2003

La Gazette de la société et des techniques est éditée par les *Annales des mines*, 20 avenue de Ségur, 75007 Paris - <http://www.anales.org>
Tél : 01 42 79 40 84 - Fax : 01 43 21 56 84
E-mail : mberry@paris.ensmp.fr
N° de commission paritaire : 0305 B 05495
N° ISSN : 1621-2231

Directeur de la publication : Claude Gaillard
Rédacteur en chef : Michel Berry
Conception graphique : Catherine Le Troquier
Illustrations : Véronique Deiss



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE