

“C’est moins le profil des sociétés qui évolue que celui des entrepreneurs”

Pour Paul Le Clerc, président de la banque d'affaires Wagram Corporate Finance, le capital familial ne manque pas d'atouts mais la crise ne dit pas s'il saura tirer son épingle du jeu.

Qu'est-ce qu'une entreprise à capital familial ?

Elle est familiale à partir du moment où l'actionnaire de référence est une personne physique ou une famille, et lorsque le centre de décision reste dans la famille. Celle-ci doit détenir le contrôle des organes de direction où être représentée dans les organes de direction. Il faut aussi qu'il y ait un minimum de cohésion dans la représentation du groupe familial car si le groupe est dispersé et détenu par des centaines de porteurs individuels de la troisième gé-

l'entrée et à la sortie de Bourse, pour la simple et bonne raison qu'elles sont contrôlées. Sous réserve d'avoir les capacités de financement en période de crise, les entreprises sous contrôle familial sont plus nombreuses à sortir de Bourse.

Pourquoi passer outre la cotation ?

La Bourse représente des contraintes de publication et de transparence entraînant une perte de flexibilité et de manœuvrabilité. Lorsque l'environnement économique ou boursier n'est

“L'entreprise familiale cotée peut se permettre un aléa de cours de bourse plus important qu'une entreprise non contrôlée”

nération d'une même famille, on peut considérer que le contrôle n'est plus familial. A contrario, il se peut que, parmi les générations futures, certains membres de la famille se retirent alors que d'autres se renforcent évitant ainsi la dissolution du capital, comme pour le groupe Bouygues, par exemple.

Quelles sont ses spécificités de développement ?

En général, la société familiale est moins vulnérable devant l'attaque d'un tiers qui souhaiterait tirer parti d'une sous-valorisation sur le marché. Un autre point important se situe dans les relations avec les banques : le fait d'être une société contrôlée par une famille, pour autant

pas bon, la cotation n'apporte plus rien parce qu'elle ne valorise pas la société à une valeur qui lui permet de faire appel au marché. Or l'intérêt d'être sur le marché c'est de pouvoir faire appel aux investisseurs. C'est pour cela que l'on voit des opérations de retrait de cote.

Quelle différence de rapport à la Bourse existe-t-il entre l'entreprise familiale cotée et celle à l'actionnariat disparate ?

L'entreprise familiale cotée a un horizon de temps qui n'est pas tout à fait le même qu'une entreprise non contrôlée, c'est-à-dire à l'actionnariat très disparate. Au sein de la première, les décisions peuvent être prises avec une optique de durée différente. Elle peut

“Il existe souvent une confiance entre le groupe familial et ses partenaires financiers”

que la famille ne soit pas impécunieuse, permet d'avoir une relation privilégiée pour obtenir des financements. Il existe souvent une confiance entre le groupe familial et ses partenaires financiers. Le capital familial a aussi une capacité de résistance plus forte parce que l'entreprise s'inscrit dans la durée. Cette vision à long terme est moins soumise aux aléas conjoncturels, aux contraintes de disponibilité de financement. L'entreprise a une capacité à générer du cash avec une certaine autonomie. Elle offre aussi une meilleure visibilité, et si à court terme le cours est négatif, il n'implique pas forcément un changement radical. Par opposition aux valeurs de croissance, elle privilégie le rendement et adopte des décisions qui génèrent du cash flow libre pour rétribuer les actionnaires sous forme de dividendes. Elle ne cherche pas nécessairement la croissance du résultat mais la stabilité du résultat et un certain niveau de rentabilité. Son approche est d'inscrire dans le projet d'entreprise des décisions d'investissement qui permettront de générer du cash de façon régulière.

Résistera-t-elle mieux que les autres face à la crise ?

Cela ne sera pas un facteur de meilleure résistance ou de moins bonne résistance. Dans l'état actuel des marchés il n'y a pas de visibilité. Où est la rationalité lorsqu'une société familiale comme Arcelor Mittal perd 20 % de valeur en une journée, comme cela s'est produit au début du mois ? Certes il y a un ralentissement conjoncturel et une réduction de capacité... mais il y a surtout des marchés qui sont erratiques. Il peut être toutefois souligné que les entreprises familiales sont plus réactives à

adopter des décisions qui, à court terme, ne font pas nécessairement augmenter la rentabilité de la société - comme un investissement lourd - mais qui, dans la durée, peuvent s'avérer bénéfiques.

“Lorsque l'environnement économique ou boursier n'est pas bon, la cotation n'apporte plus rien parce qu'elle ne valorise pas la société à une valeur qui lui permet de faire appel au marché”

La gestion d'une entreprise familiale n'a pas forcément pour échéance la publication semestrielle des résultats. La préoccupation de la valeur boursière de la société à chaque instant est moins forte et il y a moins de risque de tentative de prise de contrôle par un tiers, sauf si l'actionnaire familial est consentant. Avec une capacité de résistance plus forte, l'entreprise familiale peut se permettre un aléa de cours de Bourse plus important qu'une entreprise non contrôlée.

Quelle est la principale faiblesse du contrôle familial ?

La peur d'une perte de contrôle peut freiner les opportunités. Le fait que la famille souhaite garder la maîtrise va peut-être limiter sa capacité à lever des fonds par émission d'actions, ce qui diluerait sa part dans la société.

Existe-t-il un capitalisme familial à la française ?

Je ne constate pas de particularités fortes en France sur la détention du capital. C'est surtout le tissu industriel qui varie d'un pays à un autre. En Allemagne le tissu formé de grosses PME familiales est plus développé qu'en France. Le



“La gestion d'une entreprise familiale n'a pas forcément pour échéance la publication semestrielle des résultats.”

marché anglo-saxon a une culture financière précoce et la cotation en Bourse est beaucoup plus développée. On peut souligner qu'il y a eu énormément de progrès dans les entreprises familiales en matière de gouvernance, surtout pour les sociétés cotées. Les sociétés patriarcales dans lesquelles le père fondateur ou son fils décidaient tout avec une moindre considération pour les investisseurs financiers, avaient tendance à se multiplier. Depuis l'adoption d'une

financière des entrepreneurs va continuer à se développer. Il y a trente ans certains entrepreneurs avaient une vision très patrimoniale de l'entreprise, aujourd'hui ils sont plus opportunistes, prêts à faire tourner leurs actifs. On voit des “serial” entrepreneurs qui créent une entreprise, la développent, la revendent puis créent une autre... Il existe aussi beaucoup de groupes familiaux qui, à côté d'une entreprise cotée en Bourse, ont développé un holding de participation et de diversification pour investir dans des activités qui ne sont pas forcément en Bourse. C'est une démarche qui vise à diversifier les risques.

Quels nouveaux investisseurs peuvent être intéressés par une société familiale ?

Historiquement on avait des sociétés à capital familial d'un côté et des sociétés à capital non contrôlé de l'autre côté, avec parfois des frontières grises entre les deux. On voit émerger une nouvelle catégorie d'intervenants dans l'actionnariat des entreprises : c'est toute la sphère du Private Equity dont les acteurs ont constaté que l'argent investi dans une société non-cotée pouvait être plus performant que l'argent investi dans une société cotée. Une nouvelle classe d'actifs s'est ainsi développée.

batterie de réglementations sur la transparence et la responsabilité, cela a énormément changé. Discrètement, les entreprises ont beaucoup évolué.

Comment percevez-vous l'avenir de ces entreprises ?

Des sociétés familiales vont certainement continuer à sortir de la cote comme la société Oberthur, qui a annoncé sa volonté de sortir de Bourse à la fin du mois de septembre. Un cer-

“Les entrepreneurs avaient une vision patrimoniale de l'entreprise, aujourd'hui ils sont plus opportunistes, prêts à faire tourner leurs actifs. Des “serial” entrepreneurs créent, revendent puis créent à nouveau”

tain nombre d'entreprises vont se poser des questions si la valeur de leur société en Bourse est inférieure aux fonds propres. Encore faut-il les ressources financières pour le faire. Et si cela fait un an que ce mouvement a commencé, il s'est sensiblement ralenti depuis le mois de septembre. Cependant, la Bourse continuera d'être un moyen de financer la croissance. A plus long terme, c'est moins le profil des sociétés qui évolue que celui des entrepreneurs. La culture

Il existe aussi un autre intervenant sur le segment des financements des entreprises : les fonds souverains, entités étatiques qui vont placer de l'argent dans des sociétés plutôt que d'investir dans des bons du Trésor. Ces intervenants vont progressivement prendre plus de poids et le nombre de sociétés familiales sera sûrement affecté.

Propos recueillis par Nelly Jones