

Les vraies raisons de la performance des entreprises familiales

De nombreux instituts bancaires offrent des fonds thématiques ou des certificats permettant d'investir dans un panier d'entreprises familiales cotées en bourse. Les prospectus vantent la qualité de la gestion d'une entreprise par une famille. Ils attribuent généralement à ces firmes des vertus comme une gestion à long terme ou de fortes incitations à faire prospérer l'entreprise dans le but de la transmettre aux générations futures. Mais pour autant que ces qualités soient présentes, sont-elles reflétées par une meilleure performance boursière?

C'est la question posée par une récente étude de l'Université de Fribourg sur le marché suisse*. La Suisse est une économie typique d'Europe continentale avec un marché des actions qui compte de nombreuses entreprises familiales cotées. Ainsi, des entreprises comme Roche, Schindler, Kudelski, Bobst ou Sonova, pour n'en citer que quelques-unes, sont des entreprises avec un actionnaire majoritaire familial. On estime qu'un tiers des entreprises cotées en Suisse sont des firmes sous contrôle familial.

De précédents travaux ont montré que les firmes familiales sont plus profitables que d'autres firmes et présentent donc une meilleure performance opérationnelle. Toutefois, la littérature n'a pas abordé directement la question de la performance boursière. L'étude de l'ensemble du marché suisse sur la période 2003-2013 montre que les firmes familiales ont un rendement annuel moyen de 11,5% alors que les autres entreprises ont un rendement de 5%.

Cette surperformance peut toutefois être due à de nombreux facteurs comme le risque de marché, la liquidité des titres, la profitabi-

lité, l'industrie ou encore à d'autres caractéristiques. C'est pour cette raison qu'il est nécessaire d'ajuster les résultats précédents pour ces différents facteurs. Une fois que ces éléments sont pris en compte, on observe toujours un supplément de performance de 6,4% par an pour les entreprises familiales par rapport aux autres firmes.

Qu'est-ce qui peut expliquer cette meilleure performance puisque tous les facteurs pertinents ont été pris en compte? Des analyses complémentaires montrent que les entreprises familiales présentent des valorisations inférieures aux autres firmes. L'étude mesure la valorisation relative des entreprises à l'aide du Q de Tobin, un ratio qui ramène la valeur de marché des fonds propres d'une firme à leur valeur comptable. Ainsi, il apparaît que, bien qu'elles aient une meilleure performance opérationnelle, les entreprises familiales sont moins bien valorisées par le marché.

On observe également que les surprises générées par les annonces de bénéfices sont plus élevées pour les entreprises familiales que pour les autres entreprises. Ces surprises sont définies comme la différence entre le bénéfice par action publié par une entreprise et la moyenne des prévisions de ce même bénéfice par action faites par les analystes financiers, neuf mois avant l'annonce. L'annonce de bénéfice provoque également des rentabilités anormales plus importantes pour les familiales.

Enfin, il apparaît que ces différents éléments sont également liés à la fraction des droits de vote détenue par la famille. On constate notamment que les entreprises où la famille détient plus de 80% des droits de vote génèrent une surperformance de 12,4% par an par rap-

port aux autres firmes, alors que celles dont la famille détient entre 50% et 80% des droits de vote produisent une surperformance de 4,2% par rapport aux autres firmes.

Ces différents résultats peuvent être expliqués par le risque découlant de la présence d'un actionnaire de contrôle familial. En effet, un actionnaire minoritaire investissant dans ces firmes encourt un risque particulier car, bien que la famille ait potentiellement un effet positif, sa présence et son contrôle absolu sur la firme engendrent des risques particuliers. Les familles peuvent souffrir de problèmes de népotisme, de désaccords, voire de luttes internes au sein de la famille qui peuvent avoir un effet néfaste sur la bonne marche de l'entreprise, comme l'illustre la récente affaire Sika.

Ainsi, comme les familles détiennent une grande part des droits de vote, elles n'ont pas de contre-pouvoir d'autres actionnaires, ce qui implique que ce type de problème peut survenir à tout moment. Comme il existe une certaine opacité sur l'organisation interne et les intentions des familles, les investisseurs sont sceptiques, ce qui se traduit par des valorisations plus faibles et des prévisions de bénéfices par action plus pessimistes. La forte surperformance boursière de ces firmes peut donc être interprétée comme une compensation pour le risque familial. Investir dans ce genre d'entreprise est donc payant à long terme mais nécessite de bien comprendre les risques inhérents à ces titres. ■

* Etude «Founding family ownership, stock market returns, and agency problems», réalisée par Nicolas Eugster et Dusan Isakov

DUSAN ISAKOV
PROFESSEUR DE FINANCE
ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE
À L'UNIVERSITÉ DE FRIBOURG

