L'heureuse alliance de l'héritier et du manager

Arnaud Le Foll, Edouard De Pirey

▶ **To cite this version:**

Arnaud Le Foll, Edouard De Pirey. L'heureuse alliance de l'héritier et du manager. Sciences de l'Homme et Société. 2003. hal-01908491

HAL Id: hal-01908491

https://minesparis-psl.hal.science/hal-01908491

Submitted on 30 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ECOLE DES MINES
DE PARIS

Mémoire de fin d'études du Corps des Mines

Arnaud Le Foll **Edouard de Pirey**

L'heureuse alliance de l'héritier et du manager

Le cas des opérations à plusieurs milliards d'euros

ÉCOLE NATIONALE
SUPÉRIEURE DES
MINES
BIBLIOTHÈQUE
IE 1 [442]

CONSULTATION SUR PLACE

Pilote : M. Claude Riveline
Terrain : M. Bernard Esambert, Banque ARJIL

Juillet 2003

RESUME

Après avoir salué l'audace des patrons qui se lançaient dans des opérations atteignant jusqu'à plusieurs dizaines de milliards d'euros, la presse a mis l'accent en 2002 sur les pertes records des entreprises concernées et sur les sommets atteints par leur endettement.

La phase de méga-décisions des cinq dernières années est-elle un accident dans l'histoire économique ? Ou le gigantisme des montants atteints ne nous masque-t-il pas une réalité beaucoup plus pernicieuse, où l'environnement économique impose aux dirigeants d'entreprise de prendre des risques énormes afin d'éviter la faillite ?

Le monde des affaires est en effet particulièrement décrié depuis plusieurs mois. Les uns critiquent les patrons pour leur manque de rigueur et leur attrait pour la célébrité, les autres fustigent les marchés qui ne raisonnent que dans une logique court-termiste, et les derniers plaident pour une nouvelle gouvernance où les dirigeants se trouveraient plus surveillés.

C'est dans ce climat que nous nous sommes intéressés aux opérations à plusieurs milliards d'euros, et comme nous allons le voir, cette problématique nous a amenés à parler de modèles de gouvernance. Nous allons en effet montrer ici les bienfaisances du modèle de l'entreprise familiale, dont la direction est confiée à un manager étranger à la famille ; c'est ce que nous appelons l'heureuse alliance des héritiers et des managers.

Table des matières

RÉSUMÉ 2

INTRODUCTION 5

LES GIGA-OPÉRATIONS, UN PHÉNOMÈNE INÉLUCTABLE, FRUIT DE MOTIVATIONS RATIONNELLES 6

Un phénomène nouveau et passager ? 6

Le phénomène n'est pas nouveau 7

Les changements de cap dans la stratégie restent exceptionnels 8

Les opérations répondent à des logiques rationnelles 10

Un phénomène récurrent, amené à se répéter 14

Conclusion 18

LES PRESSIONS DU COURT TERME 19

Les banques d'affaires 20

Les analystes 20

Les marchés 21

Les médias 23

Conclusion 23

UNE PÉRENNITÉ NON ASSURÉE, LES LIMITES DU MODÈLE FAMILIAL 24

Quand les familles s'enflamment 24

LA NÉCESSITÉ D'UN CONTRE-POUVOIR OU L'HEUREUSE ALLIANCE DE L'HÉRITIER ET DU MANAGER 26

Des opérations très risquées 26

Un cas exemplaire : la double expérience de Michel Bon 26

Structure actionnariale et structure dirigeante 27

Une nouvelle classification des entreprises 27

Le champ d'étude : les très grosses entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris 30

Le critère d'évaluation choisi : la performance boursière sur les douze dernières années 32

Le podium final : la part belle aux intérêts patrimoniaux 33

CONCLUSION 35

ANNEXE A – CALCUL DES INDICES 37

ANNEXE B – COMPOSITION DES CATÉGORIES 40

Les sociétés purement familiales 40

Les sociétés dirigées par leur fondateur 40

Les sociétés familiales à dirigeant salarié 41

Les sociétés avec actionnaire à logique patrimoniale 41

Les sociétés purement managériales 42

ANNEXE C – OPÉRATIONS PRISES EN COMPTE 44

BIBLIOGRAPHIE ET SOURCES 47

LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES 48

INTRODUCTION

L'entreprise familiale est à la mode, il suffit de citer quelques titres de la presse : « Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ? » dans *Enjeux les Echos* d'avril[1] dernier, « Les sociétés familiales résistent » dans le *Figaro Patrimoine* en mai[2], ou encore « Vivent les entreprises familiales » dans un numéro du *Soir* de mars[3]. Mais en rester là ne suffit pas. En effet, Fiat, entreprise familiale depuis plusieurs générations est en pleine récession après avoir mené une politique agressive de croissance externe. Nous proposons donc ici de classer les entreprises dans de nouvelles catégories. En particulier, nous dissocierons les entreprises familiales dirigées par un membre de leur famille de celles dirigées par un manager salarié externe.

Afin d'élaborer cette théorie, nous montrerons d'abord les limites des modèles traditionnels des entreprises managériales et des entreprises familiales, à l'occasion de la prise de décision pour des opérations à plusieurs milliards d'euros.

Nous verrons tout d'abord que ces giga-opérations répondent à une logique rationnelle, quelle que soit la structure d'actionnariat de l'entreprise. Ensuite, nous verrons que le manager est soumis à des pressions externes, qui répondent en général aux besoins du court terme. S'il n'existe pas de contre-pouvoir, le manager risque de céder à ces tentations, qui peuvent mettre son entreprise en danger. De la même façon, il n'existe souvent qu'un seul pouvoir dans les entreprises familiales, celui des actionnaires, souvent très prudents, voire trop prudents... Enfin, nous verrons que l'équilibre des pouvoirs que l'on peut trouver dans les entreprises où héritiers et managers se sont alliés est généralement bénéfique.

---

[1] « Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ? », *Enjeux les Echos*, Avril 2003.
[2] *Le Figaro*, 23 mai 2003
[3] *Le Soir*, 22 mars 2003

Les giga-opérations, un phénomène inéluctable, fruit de motivations rationnelles

Les cinq dernières années ont été marquées par une intense activité d'opérations de fusion-acquisition, opérations qui pour certaines d'entre elles ont atteint des montants encore inédits : plusieurs dizaines de milliards d'euros... Une fois la fièvre retombée, beaucoup dans la presse ont qualifié ces opérations de déraisonnables, alors qu'elles étaient louées pour leur audace auparavant. Pourtant ce phénomène n'était ni nouveau ni passager et traduisait dans la majorité des cas l'application de principes fondamentaux de stratégie et de management d'entreprise. Trois éléments viennent appuyer cette analyse.

Un phénomène nouveau et passager ?

Si l'on jette un œil sur l'historique des volumes des opérations de fusion acquisition depuis 1970 (Figure 1), il semble en effet qu'il y ait une explosion des montants annuels, tant aux Etats-Unis qu'ailleurs, entre 1996 et 2000.

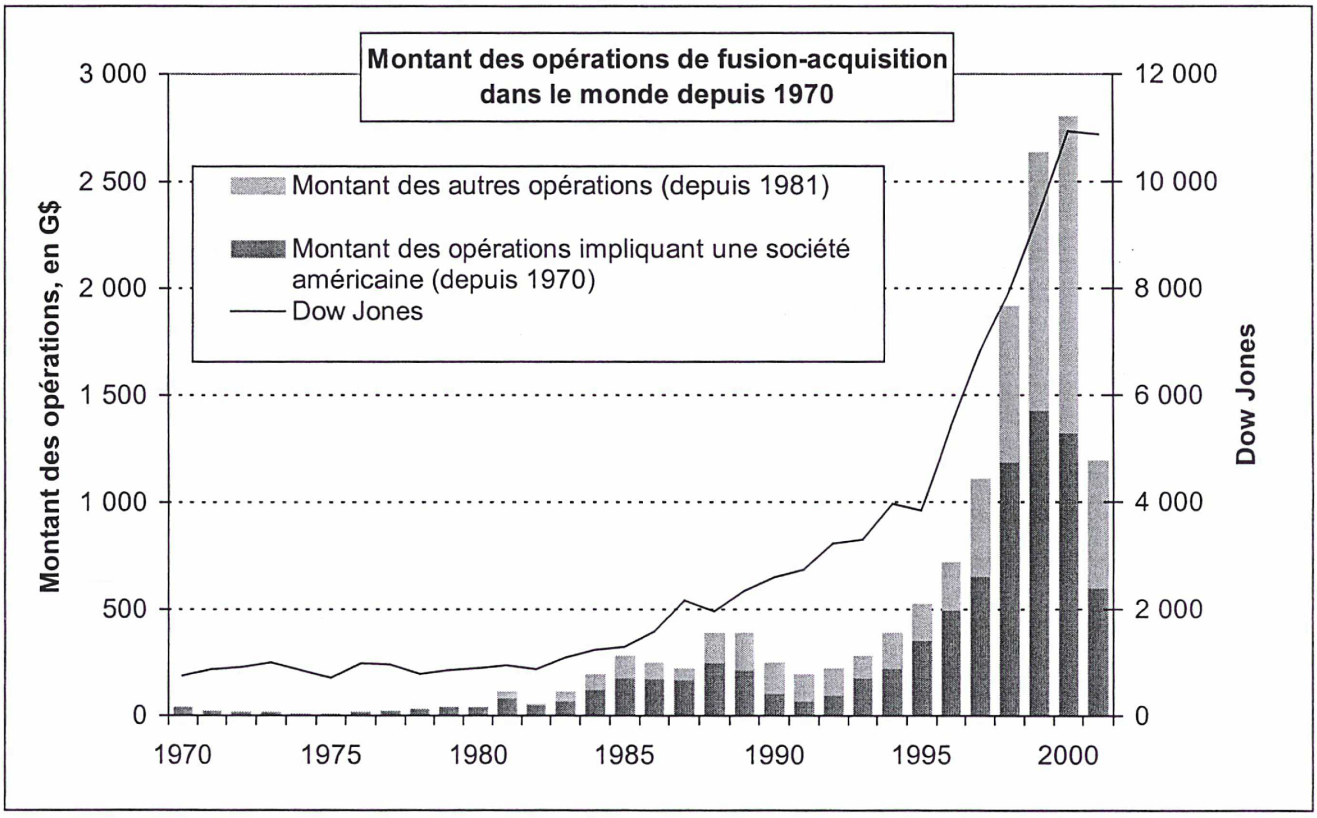

Figure 1

Le phénomène semble ensuite se ralentir en 2001.

Par ailleurs les aventures de l'ex Compagnie Générale des Eaux à Hollywood, tant décriée dans les médias, nous mènent à douter de la pertinence de bon nombre des investissements réalisés dans cette période.

Le phénomène n'est pas nouveau

Dans un premier temps, le phénomène n'est pas nouveau par son ampleur. Pour s'en rendre compte il est intéressant de corriger les montants atteints sur le graphique de la Figure 1 par un indice général des prix des sociétés à vendre, afin de pouvoir comparer les records des cinq dernières années aux sommes engagées dans ces décisions lors des décennies précédentes.

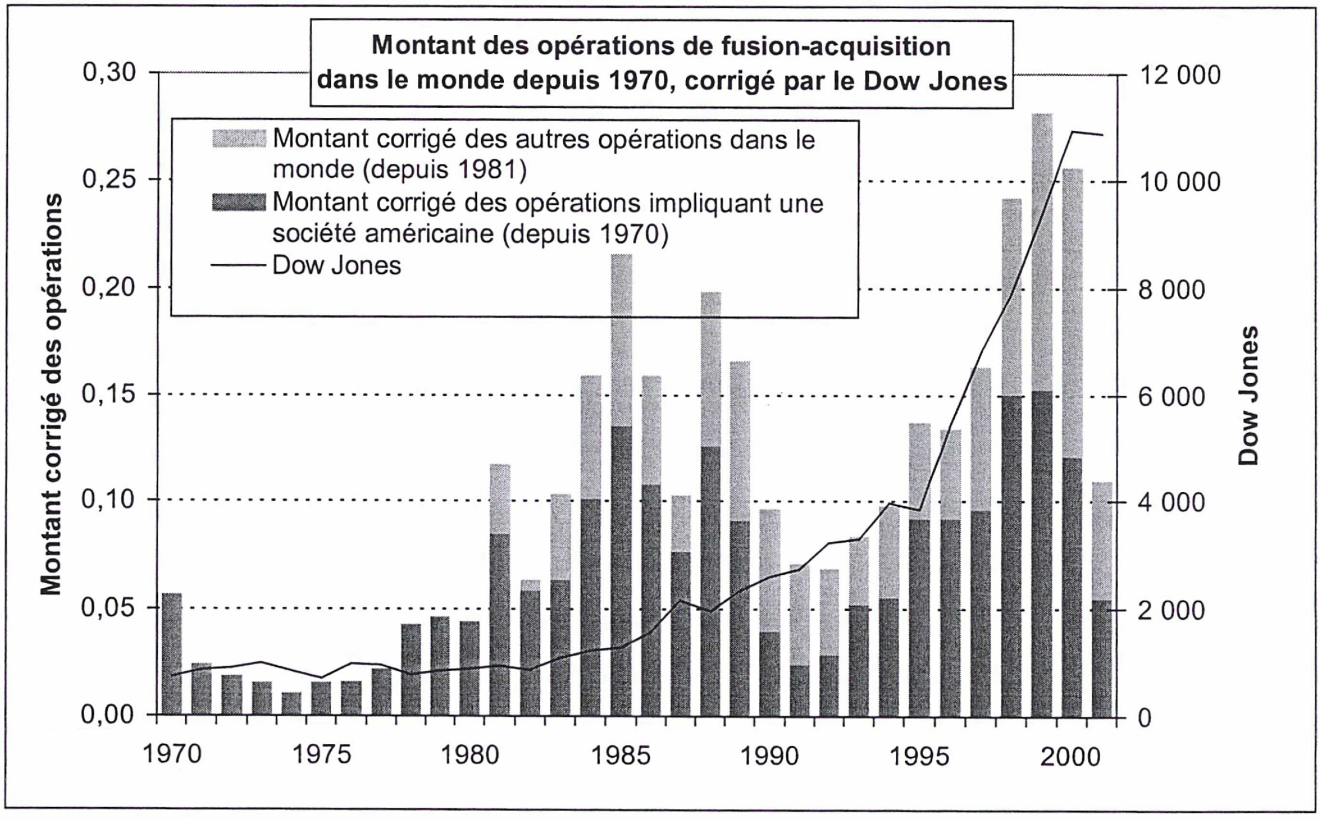

Figure 2

L'idée peut paraître intéressante à condition de pouvoir définir un indice général des prix pertinent. Intéressons-nous donc aux moyens de financer ces opérations. Lorsque l'on achète une affaire évaluée à plusieurs milliards d'euros, le paiement se fait soit par échange de titres, soit en cash, ou encore par un mélange des deux.

Dans le premier cas, la valeur boursière de la cible doit être relativisée par la valeur boursière de l'acheteur. En effet si l'acheteur vaut 20 et l'acheté 10, l'effort à fournir pour réaliser l'opération est le même que lorsque l'acheteur vaut 200 et l'acheté 100.
Dans le second, la facilité à décrocher un financement par endettement auprès de banques ou par augmentation de capital en faisant appel au marché sera fonction de la capitalisation boursière de l'acheteur qui sera mise en regard de la somme recherchée. Le financement se fait en effet soit par une augmentation de capital, soit par de la dette. Dans le cas de l'augmentation de capital, une entreprise de capitalisation boursière 200 a plus de facilités à récolter un montant donné auprès des actionnaires que si sa capitalisation est 20. De même des endettements plus importants sont accordés à l'entreprise si sa capitalisation boursière est 200 et non plus 20. Dans ce cas aussi il est important de relativiser le montant du financement à obtenir et donc la valeur de la cible par la valeur de l'acheteur.

Un indice boursier semble en conséquence être un bon indice général des prix des sociétés à vendre, car il permet de mesurer la valeur des sociétés achetées à l'aune des moyens des sociétés acheteuses. La majorité des opérations des trois dernières décennies ayant eu lieu aux Etats-Unis, le Dow-Jones est un indice boursier judicieux pour réaliser la retouche envisagée. Le choix de la bourse de New-York comme référence importe peu puisque les principaux indices généralistes mondiaux ont connu des évolutions comparables. Le résultat de cette correction est assez instructif, puisqu'il révèle que dans les années 1980 s'est déroulé un phénomène comparable par son ampleur à ce que nous avons pu observer depuis 1998 (Figure 2) !

Il semble ainsi exister des vagues de grosses opérations, d'ampleur tout à fait comparable. Le phénomène des méga-opérations n'est donc pas nouveau.

Les changements de cap dans la stratégie restent exceptionnels

Il y a lieu ensuite de s'intéresser à la nature des opérations réalisées. Certains revirements stratégiques majeurs ont en effet laissé nombre d'observateurs perplexes quand d'autres voyaient du génie. Le spectateur qu'est l'homme de la rue en vient alors d'une part à douter de la qualité des observateurs en question, d'autre part à s'interroger sur le caractère rationnel et raisonnable des décisions prises.

Une analyse plus détaillée de la nature de ces grosses opérations pousse cependant à d'autres conclusions. La constatation qui s'impose est en effet qu'il est ici essentiellement question d'opérations intra-sectorielles de concentration ou de croissance externe et que les opérations trans-sectorielles sont plutôt limitées.

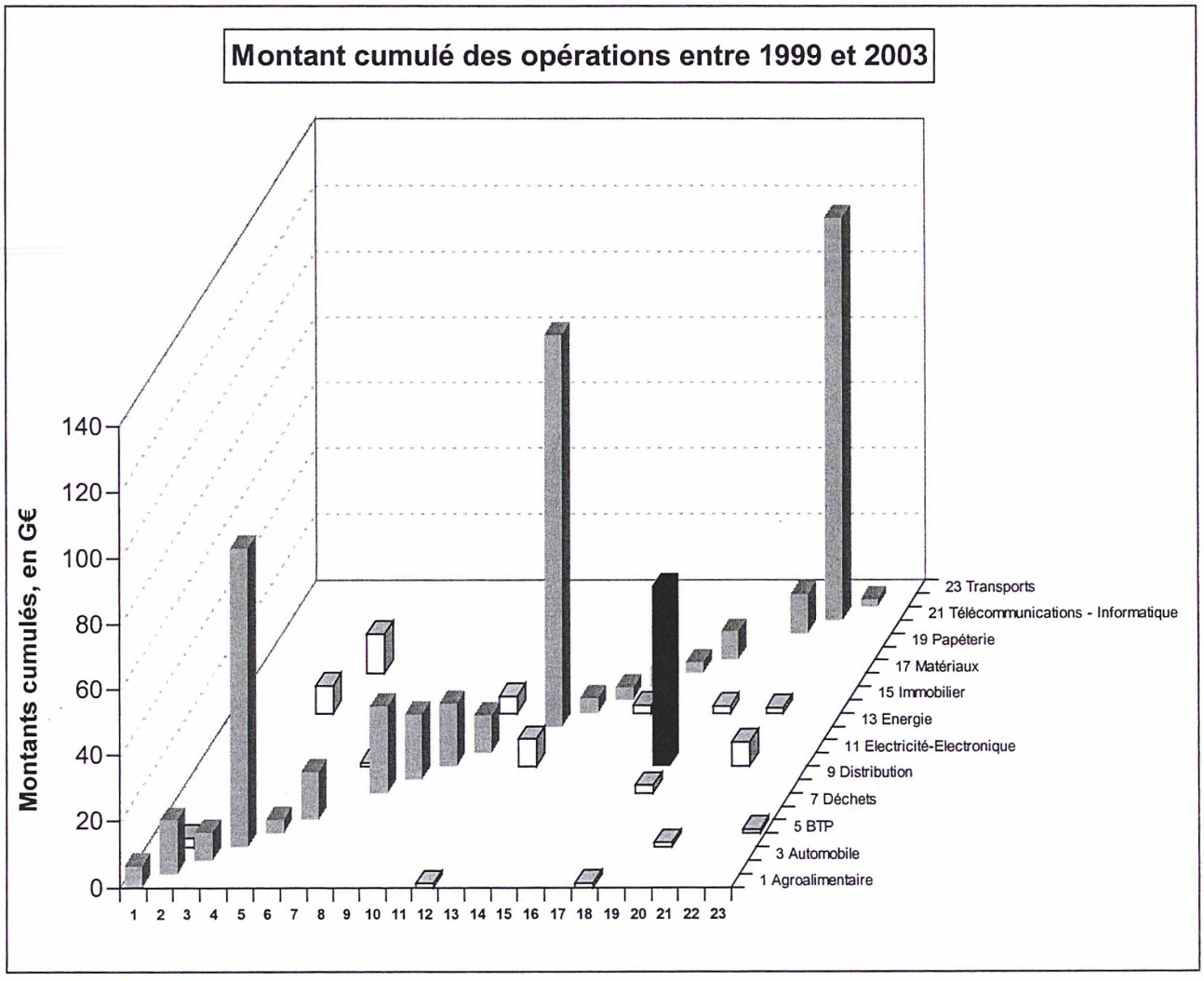

Figure 3

Le graphique de la Figure 3 représente ainsi les montants annuels des opérations réalisées par les entreprises d'un secteur donné dans les différents secteurs de l'économie. Les montants apparaissent sur l'axe vertical, les secteurs acheteurs en ordonnée à droite et les secteurs cibles en abscisse en bas. Ne sont pris en compte ici que les opérations de plus d'un milliard d'euros, réalisées par des entreprises françaises depuis le 1er janvier 1999.

Ce graphique fait apparaître dans la diagonale le volume des opérations intra-sectorielles. En dehors sont mises en évidence les opérations trans-sectorielles. Il s'agit essentiellement des prises de participation de gros fonds (exemple : Worms, Wendel…) ou des investissements de la Compagnie Générale des Eaux ou de Suez dans les télécommunications, l'énergie et les

médias. Ces dernières opérations, à savoir de la Compagnie Générale des Eaux / Vivendi dans les médias, y sont isolées en noir, afin de mettre en évidence leur caractère exceptionnel dans la masse des grosses opérations des trois dernières années.

Ces opérations, qui se révèlent finalement être essentiellement intra-sectorielles, sont le fruit de stratégies respectant les principes fondamentaux de l'économie et du management d'entreprise.

Les opérations répondent à des logiques rationnelles

Le caractère relativement pérenne du phénomène des grosses opérations indique qu'il existe de bonnes raisons pour fusionner, qui ne sont pas seulement des effets de mode ou des conséquences de la conjoncture. En effet, certaines composantes de la vie des entreprises restent insensibles à l'épreuve du temps. Une entreprise doit résister, croître, se développer pour ne pas succomber face à la concurrence. Ces objectifs, même s'ils paraissent évidents et banals, suffisent cependant à justifier nombre des grosses décisions auxquelles ce travail s'intéresse, et qui n'étaient pas moins nombreuses dans les années quatre-vingt qu'aujourd'hui. Il s'agit de l'impératif de la croissance et de la prévention des plus grands risques.

Atteindre une taille critique et faire partie des leaders

En plus d'ouvrir de nouvelles perspectives, racheter des concurrents permet certes de réaliser des synergies et de faire des économies sur nombre de charges (achats, distribution et autres) mais deux autres primes à la taille nous paraissent aussi particulièrement intéressantes : être plus gros rend plus fort et plus attractif pour les investisseurs.

- Etre plus fort

La taille permet en effet de pouvoir mobiliser des moyens plus importants et d'augmenter de manière significative sa capacité d'action. C'est ainsi que le secteur de la pharmacie qui nécessite de gros investissements de recherche-développement a justifié la vague de fusions géantes qu'il a connue et qui se poursuit d'ailleurs. Les autorités anti-trust américaines ont en effet donné au mois de mars 2003 leur feu vert à la fusion Pfizer – Pharmacia pour 60 G$.

- Etre plus riche

Par ailleurs, être gros dans l'absolu ouvre les portes des grands indices boursiers, ce qui donne accès à un panel plus large d'investisseurs et peut avoir des effets intéressants à court terme.

En acquérant Blue Circle pour 6 G€, Lafarge a par exemple été admis au sein de l'indice Eurostoxx 50. Les gérants des produits financiers indexés sur l'Eurostoxx 50 ont donc dû acheter des titres Lafarge pour que leurs produits continuent à reproduire les variations de l'indice européen. Comme de nombreux nouveaux acteurs investissaient ainsi dans Lafarge, le titre s'est apprécié et l'actionnariat du groupe s'est diversifié. Lafarge a en quelque sorte bénéficié d'un état de grâce boursier suite à cette grosse acquisition.
Mais être gros dans son secteur est aussi un enjeu de visibilité auprès des analystes et des fonds de placement. Ces investisseurs n'ayant qu'un nombre de lignes de crédit limité par secteur, ils préfèrent les plus gros acteurs plutôt que leurs challengers car ils sont plus connus, plus lisibles et diffusent plus d'information.

L'exemple de l'OPA Crédit Agricole sur Crédit Lyonnais

Une illustration intéressante de la combinaison de ces stratégies est apportée par l'offre d'achat du Crédit Agricole SA sur le Crédit Lyonnais. Deux motivations évoquées plus haut entrent en effet en jeu :

- considérations "industrielles"

L'objectif est d'améliorer la rentabilité du nouveau groupe, par la réalisation d'économies de coûts, concentrées dans les activités de banque de financement et d'investissement, et par la réallocation des actifs vers les activités les plus rentables ; le groupe sera le leader indiscuté du métier de banque de détail en France et a l'ambition d'être le producteur le plus efficace des produits et services de ce domaine d'activité ;

- considérations "boursières"

D'un autre côté l'objectif est ici d'accroître l'attrait du titre Crédit Agricole SA en augmentant sa "liquidité" (volumes traités tous les jours) grâce à un "flottant" accru (part du capital non détenue de manière stable par l'actionnaire majoritaire, en l'occurrence les caisses régionales) ; accroître la part, dans les résultats, des activités les plus appréciées par les investisseurs (banque de détail et métiers connexes) et contrôlées en direct (Crédit Agricole SA n'a que 25 % du capital des caisses régionales, alors que cette entité a vocation à avoir le plein contrôle du réseau de détail du Crédit Lyonnais).

Rechercher la croissance

Pour remplir cet objectif de taille critique, le moteur de l'entreprise reste la croissance. Pour survivre et se développer elle doit en effet croître au moins aussi vite que ses marchés et plus vite que ses concurrents.

- Tenir tête à la concurrence

Pour gagner des parts de marché, il est possible d'agir principalement soit sur les prix, soit sur les produits, en en améliorant la qualité ou la technologie. Les synergies réalisées suite à l'absorption d'un concurrent permettent d'améliorer la productivité de l'ensemble, ce qui se ressent ensuite sur la compétitivité ou sur la rentabilité de l'entreprise. Pour ce qui est de l'innovation technologique, citons Saint-Gobain qui a parié sur la recherche-développement dans les années quatre-vingt pour doper sa croissance dans ses métiers traditionnels, alors que le marché semblait à bout de souffle.

L'UMTS est un autre exemple. A court terme, l'acquisition d'une licence UMTS permit aux grands opérateurs d'accéder à une nouvelle gamme de fréquences, quand celle des téléphones mobiles GSM arrivait à saturation, au détriment de la qualité du service. Une licence de troisième génération était donc indispensable à la croissance sur le marché même de la deuxième génération. Il était donc admis dans le milieu des télécommunications qu'une licence était un investissement indispensable ne serait-ce que pour continuer à exister en tant qu'opérateur de téléphonie mobile sur son propre marché national. Les opérateurs n'avaient pas d'autre choix que d'acheter ces licences selon les règles fixées par les États. Or ces investissements ont été très importants pour les opérateurs puisque dans les quatre principaux marchés de l'Union Européenne - Allemagne, France, Grande-Bretagne et Italie - les licences ont été cédées en moyenne à l'unité pour respectivement, 8,4 G€, 5 G€ (avant d'être ramenée à 0,6 G€), 7,7 G€ et 2,4 G€. Il est enfin intéressant de constater que sur 57 opérateurs de téléphonie mobile en Europe, 56 se sont lancés immédiatement dans l'UMTS et que le 57ème, Bouygues Télécom, a finalement lui aussi acheté une licence.

Dans ce dernier exemple, la décision d'investir jusqu'à 11 G€ dans une gamme de fréquences a été prise avec la seule motivation de garder son rang d'opérateur face à la concurrence.

- Se lancer dans de nouveaux métiers

Il arrive d'autre part qu'une entreprise installée dans un secteur avec une perspective de croissance trop faible, à son goût ou à celui de ses actionnaires, décide de se réorienter vers de tous nouveaux métiers aux taux de croissance plus prometteurs. Dans ce cas, il est généralement plus simple d'acheter un acteur existant que de se lancer à partir de zéro.

Rappelons ainsi la tentative avortée de développement de Saint-Gobain dans l'informatique au début des années quatre-vingt. BSN en revanche a réussi sa reconversion du verre vers l'agro-alimentaire à la fin des années soixante-dix après l'échec de son OPA sur Saint-

Gobain, avec l'idée que le marché du verre n'offrait pas assez de perspectives pour deux gros acteurs en France.

Plus récemment, Vivendi Universal est le symbole de l'entreprise fortement implantée dans un métier traditionnel, la gestion de l'eau, et qui s'est pourtant lancée dans les télécommunications, à la faveur de la libéralisation de ce secteur en Europe, avant de se tourner vers le monde de la communication au sens large sous l'impulsion de Jean-Marie Messier. Cependant si la Générale des Eaux a bâti Cégétel de toutes pièces, le tournant media a quant à lui nécessité de grosses acquisitions : 34 G$ pour Seagram, puis 10 G$ pour USA Networks.

- Elargir sa gamme

Dans les exemples suivants, de grosses décisions sont motivées par des stratégies visant à s'imposer en tant qu'acteur généraliste du secteur.

Renault avait cherché à la fin des années quatre-vingt à se rapprocher de Volvo pour accéder au marché du haut de gamme qui lui restait fermé. Cette tentative a échoué, mais l'idée a été reprise ensuite par le groupe Ford qui a racheté Volvo pour 6,4 G€.

Le programme A380 d'Airbus répond à la même logique : Airbus a décidé d'attaquer le marché des gros-porteurs, monopolisé par Boeing et son 747. Ce choix stratégique s'accompagne d'un investissement de 12 G€.

- Partir à la conquête de nouveaux marchés géographiques

Une entreprise peut enfin choisir de s'implanter dans des marchés encore vierges et à fort potentiel de croissance, comme la Chine qui est particulièrement prisée aujourd'hui par les grandes firmes occidentales. Dans le secteur automobile par exemple, alors que Citroën était déjà implanté depuis longtemps en Chine, Renault, grâce à son alliance capitalistique avec Nissan (5 G€ d'investissement) accède lui aussi à ce marché sur lequel la marque Nissan bénéficie déjà d'une certaine notoriété.

Se protéger des risques

Enfin, fusionner permet aussi de se protéger de risques, aussi bien liés aux cycles économiques qu'aux régions du globe, ou encore du risque d'être la proie d'un prédateur malveillant.

- Parer les risques liés aux cycles économiques : aller vers de nouveaux métiers

Comme nous l'avons vu précédemment, un groupe peut s'orienter vers de nouveaux métiers pour doper sa croissance. Cette stratégie lui permet aussi de faire face aux cycles

économiques liés aux produits en diversifiant son risque. Au milieu des années quatre-vingt, Saint-Gobain a ainsi fait le choix de la diversité avec comme critère, cependant, d'être leader mondial ou européen dans chacun de ses métiers. À l'époque, deux tiers des métiers actuels n'existaient pas dans le groupe. Saint-Gobain ne peut d'ailleurs plus investir dans le verre dans les pays développés pour des raisons de concurrence. L'entreprise consacre ses 1,3 G€ de *net cash-flow* à se développer dans des métiers complémentaires à ses métiers traditionnels.

- Lutter contre les risques pays : conquérir le monde

Certaines complémentarités entre le profil du prédateur et celui de la proie sont un gage d'ouverture de marché, comme nous l'avons vu plus haut. Elles peuvent être aussi vues comme une assurance contre les risques liés aux pays d'implantation. Ainsi Total et Elf exploitaient des puits de pétrole dans des régions complémentaires. La nouvelle entité est plus à même de gérer les incertitudes liées aux risques importants des pays dans lesquels elle est implantée, risques illustrés par la crise argentine ou le départ récent du groupe du Nigeria.

- Lutter contre les OPAs : la meilleure stratégie de défense, c'est l'attaque

Enfin, mener une politique de croissance externe agressive est aussi une défense anti-OPA. En effet, plus l'entreprise est grande, donc chère, plus le cercle de prédateurs potentiels est restreint. Rester indépendant, et donc éviter d'être racheté, était une raison importante du rapprochement Renault-Nissan.

Voici brièvement évoquées un certain nombre de motivations tout à fait raisonnables, qui vont jouer en faveur de la prise de grosses décisions. Le phénomène trouve son origine dans des logiques très rationnelles. Enfin, le phénomène n'est pas non plus passager comme le montre l'étude des différentes phases de fusions-acquisitions.

Un phénomène récurrent, amené à se répéter

Aux facteurs illustrés précédemment s'ajoutent des éléments de contexte propres à chaque phase de grosses opérations. Le phénomène étudié n'est en effet absolument pas passager, mais s'inscrit au contraire dans une succession de phases d'intense activité en terme de fusions-acquisitions. L'histoire économique de l'après-guerre a ainsi déjà connu quelques vagues de grosses opérations et il est certain que ce n'est pas encore terminé. Ces phases traduisent des changements dans le contexte économique et des modes dans le management d'entreprise, modes auxquelles tous les dirigeants, qu'ils soient salariés ou héritiers de

l'affaire familiale, et tous les acteurs qui évoluent autour d'eux, banquiers, consultants et analystes par exemple, sont sensibles.

Avant de revenir sur la période actuelle, il est instructif d'opérer un bref retour sur les périodes d'intense activité des cinquante dernières années.

Les années soixante, l'ère des conglomérats

Dans les années soixante, de grands conglomérats se sont constitués : dans cette période de croissance élevée et de forte inflation, un patron unique se voyait accorder la confiance des investisseurs essentiellement institutionnels pour gérer de multiples entreprises sans lien logique particulier entre elles. La puissance d'une grande entreprise et sa stabilité obtenue par la diversification de ses activités lui donnaient un « bonus » qui surévaluait son titre. De plus le *cash* généré par ces nombreux métiers ne demandait qu'à être réinvesti dans de nouvelles affaires appelées à se développer. Les grands conglomérats tels General Electric, ITT, Schneider étaient donc voués à prospérer et les petites entreprises mono-produits à disparaître.

Les années soixante-dix et quatre-vingt, le repli sur le métier de base

Le monde a alors été frappé par les deux crises pétrolières et la croissance s'est arrêtée, remettant par là même en cause un des moteurs du succès des conglomérats de la décennie précédente. La gestion de conglomérats n'était plus possible : la gestion d'entreprise devenait une affaire de spécialistes du produit. C'est dans ce contexte qu'E.F. Schumacher écrit « Small is beautiful » en 1973. Les marchés sous-évaluent les conglomérats qui doivent se recentrer sur un métier de base. De plus, la nature des investisseurs a changé : les banques institutionnelles qui nouaient des relations personnelles avec les patrons ont cédé leur place aux fonds d'investissement qui veulent faire eux-même leurs choix stratégiques : alors que le placement dans un conglomérat, sûr car diversifié, était apprécié dans les années soixante, le « pure-player » est magnifié dans les années quatre-vingt. Les investisseurs peuvent alors se constituer un portefeuille et gérer leurs risques de façon autonome. La dislocation des grands conglomérats d'une part et les réorganisations qui suivent les exigences des nouveaux investisseurs d'autre part sont propices à de nombreuses opérations de fusion-acquisition.

Les années quatre-vingt-dix, l'impératif de la taille mondiale

Le contexte de la fin des années quatre-vingt-dix est différent. Les investisseurs continuent d'imposer un recentrage sur le métier de base, mais la mondialisation a changé la donne : les entreprises doivent être attirantes pour des investisseurs mondiaux. Pour cela, elles

doivent être visibles, or la taille est un facteur de notoriété, comme cela a été illustré dans la première partie. La mondialisation agrandit le terrain de chasse des entreprises et les opérations se font transfrontalières.

- L'actionnariat laisse les mains libres au patron tant que tout va bien

En parallèle, l'actionnariat des entreprises s'est modifié et dispersé. Le patron dispose de plus de libertés au sein de son propre conseil d'administration, notamment en France où les sièges au conseil sont généralement occupés par d'autres dirigeants d'entreprise. Cette tradition d'administrateurs – partenaires, fortement remise en question à l'heure actuelle, permet cependant de donner du répit au patron face aux réactions violentes et rapides des marchés financiers caractéristiques de la fin de cette période. Il n'en reste pas moins que le contrôle du conseil d'administration est réel dans la grande majorité des entreprises. Chez Saint-Gobain celui-ci se prononce pour les montants dépassant 200 M€. N'oublions pas de plus que Jean-Marie Messier a finalement été évincé pas le conseil d'administration qu'il avait en grande partie nommé.

- Des entreprises de statut public en milieu concurrentiel

Cette décennie voit aussi un certain nombre d'anciens monopoles publics nationaux être confrontés à la concurrence tout en étant privatisés.

Une entreprise dont le capital est contrôlé par l'État a certes l'immense avantage d'être à l'abri de toute OPA indésirable. En revanche, elle ne peut pas émettre de titres dans la perspective d'une OPE. L'État ne joue enfin pas son rôle d'actionnaire dans les organes de contrôle, un ministre n'ayant pas la possibilité matérielle de s'intéresser de près à la stratégie et aux comptes d'une entreprise. Cette problématique a d'ailleurs fait l'objet d'un rapport au Ministre des Finances en France, qui préconise notamment la création d'une agence autonome de gestion des participations.

Dans le cas de France Télécom, la contrainte politique et patrimoniale a imposé à l'ancien monopole de conserver le statut de fonctionnaire de son personnel et a limité sa liberté d'action en empêchant toute émission de titres qui aurait fait passer la participation de l'État en dessous de 51%. Pour financer sa stratégie d'expansion, l'entreprise a alors dû trouver des fonds propres en plaçant une partie de ses filiales en bourse et en s'endettant alors que des achats payés en titres au plus fort de la bulle boursière auraient limité l'ampleur des difficultés auxquelles France Télécom est confronté aujourd'hui.

- La bulle Internet

Il ne faut pas enfin oublier la bulle boursière de la fin des années quatre-vingt-dix, portée par les entreprises de la nouvelle économie. Certaines entreprises ont ainsi vu leur cours de bourse atteindre des sommets, leur donnant les moyens financiers de réaliser nombre de grosses opérations qui, au regard de leur capitalisation boursière, ne paraissaient pas si déraisonnables. Jimmy Goldsmith disait ainsi « *the only way to buy over-valued assets is to pay them with over-valued assets !* », soit « la seule façon d'acheter des actifs surévalués est de les payer avec des actifs surévalués ». France Télécom a par exemple investi 3,6 G€ dans Mobilkom, petit opérateur de téléphonie mobile allemand possesseur d'une licence UMTS, alors que l'ancien monopole atteignait une valeur de 200 G€ sur les marchés !

Dans ce cas il reste cependant à correctement évaluer la survalorisation de l'acheteur par rapport à la survalorisation de l'acheté afin que la situation ne soit pas trop déséquilibrée. L'absorption de Time Warner par AOL est à ce titre exemplaire, AOL ayant à l'époque beaucoup plus bénéficié de cet effet bulle Internet que Time Warner. Mais l'évaluation relative d'entreprises de secteurs différents n'est pas aisée non plus. Comment comparer la valeur d'un abonné à un fournisseur d'accès Internet et celle d'un téléspectateur ? Quelques années après l'opération, force est de constater qu'au sein d'AOL-Time Warner, c'est l'absorbé qui a repris les rênes.

Les années deux mille ou la poursuite prévisible des opérations géantes

Les années deux mille, si elles connaissent un ralentissement des grosses opérations depuis le dégonflement de la bulle boursière, présentent malgré tout un fort potentiel pour de nouveaux rapprochements.

La période actuelle de dérégulation et d'ouvertures de marchés essentiellement en Europe est en effet propice aux concentrations transfrontalières entre géants nationaux. Ce phénomène déjà observé dans les télécoms est d'actualité dans le secteur de l'énergie (Natural Gas a lancé en mars 2003 une OPA de 26 G€ sur son compatriote Iberdrola) et est à prévoir dans la banque (l'OPA du Crédit Agricole sur le Crédit Lyonnais valorise ce dernier à 19 G€), la poste (Deutsche Post a acquis le réseau Airborne aux États-Unis pour 1 G€) et le transport aérien quand la commission aura mis fin aux accords d'exclusivité bilatéraux entre États membres et pays tiers.

Conclusion

Le phénomène des grosses opérations n'est donc ni nouveau ni passager. Les décisions se prennent de plus à partir de motivations économiquement rationnelles. Des phénomènes de mode viennent par ailleurs reconfigurer régulièrement le paysage industriel, ce qui se traduit par des vagues régulières d'activité plus prononcée.

Malgré tous ces facteurs communs aux différents types d'entreprises, il est cependant aisé d'imaginer que la prise effective de la décision sera plus simple dans une entreprise managériale, où le dirigeant ne met finalement en jeu que son poste, que dans une entreprise familiale, où l'évolution du patrimoine de la famille actionnaire est directement liée au succès ou non de l'opération. Poussons donc l'analyse de ces prises de décision en nous intéressant aux éléments caractéristiques respectifs de la gestion des entreprises managériales d'une part et familiales d'autre part.

LES PRESSIONS DU COURT TERME

Les entreprises sont aujourd'hui entourées d'acteurs externes à l'entreprise, comme les banques d'affaires, les cabinets de consultants, les avocats d'affaires ou encore les analystes, qui ont des intérêts certains dans les décisions de l'entreprise. En revanche, les critères de réussite de ces acteurs ne sont pas toujours concordants, voire souvent divergents avec ceux de celle qu'ils conseillent.

Comme le dirigeant n'y joue pas son propre argent, ou plutôt, n'y joue pas son propre patrimoine, les entreprises purement managériales sont, en général, plus enclines à prendre des risques. Ces entreprises sont donc des cibles idéales pour ces acteurs externes. Ils vont chercher alors à influencer les décisions de l'entreprise, créant ainsi des pressions qui vont s'ajouter aux critères rationnels que nous venons d'évoquer.

Il s'est trouvé que notre travail s'est déroulé en parallèle avec la rédaction du livre de Claude Bébéar Ils vont tuer le capitalisme[4]. Dans cet ouvrage, il dénonce les actions des acteurs non industriels qui gravitent autour des entreprises. En particulier, il décrit comment ceux-ci influencent le manager aussi bien dans sa gestion quotidienne de l'entreprise que dans ses grandes décisions. Il passe en revue :

- les analystes financiers,
- les agences de notation,
- les auditeurs,
- les banquiers et les avocats d'affaires,
- la spirale de la spéculation,
- la réglementation.

Il demande finalement plus d'implication de chacun de ces acteurs dans les résultats de l'entreprise, et surtout plaide pour une responsabilisation de ceux-ci.

Suite à différents entretiens avec plusieurs chefs d'entreprises, avec des consultants et des banquiers d'affaires (cf. liste en annexe), nous partageons les résultats de son analyse. En revanche, C. Bébéar ne semble pas évoquer le fait que les acteurs externes agissent selon une logique propre, qui fait que leurs critères de réussite peuvent être divergents de ceux de l'entreprise qu'ils conseillent. Ce sont ces logiques que nous allons exposer maintenant. Nous

[4] *Ils vont tuer le capitalisme*, C. Bébéar et P. Manière, Plon, avril 2003.

nous attarderons en particulier sur les banques d'affaires, les analystes, les marchés et les médias.

Les banques d'affaires

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. La fidélité traditionnelle entre l'industriel et sa banque s'est alors progressivement érodée. Les marges dans les métiers traditionnels se mettant à fondre radicalement, les banques ont dû adopter une politique commerciale plus agressive dans les métiers encore rémunérateurs, comme ceux de la banque d'affaire. On peut d'ailleurs constater que BNP s'est renforcée dans ce domaine avec l'acquisition de Paribas pour 20 G€ en 1999.

Cette action de démarchage, le *pitching*, consiste à convaincre un industriel du bien fondé d'une opération sur laquelle, si elle a effectivement lieu, la banque touchera une commission... car derrière la façade affichée de « conseillers des industriels », les banques n'en sont pas moins des sociétés commerciales en quête de revenus.

Si les dirigeants clament leur indépendance d'opinion vis-à-vis de ces forces de proposition, certains admettent qu'elles peuvent tout de même apporter de bonnes idées. Tous affirment cependant qu'elles sont de bons alliés pour aider à déterminer un prix acceptable, tant du point de vue du vendeur que de l'acheteur, et qu'elles sont des intermédiaires indispensables pour faire en sorte que l'opération se passe au mieux.

Alors que le manager peut entendre les banquiers d'affaires comme des faiseurs d'opportunités, l'héritier quant à lui, voit plutôt le banquier comme un chasseur de primes prêt à mettre en danger l'entreprise par l'entrée dans des marchés hasardeux et un endettement fort.

Les analystes

Conséquence de l'émergence des réseaux de communication, les analyses des banques et fonds de placement sont diffusées instantanément à tous les relais de communication. Or ces analyses peuvent fortement influencer les comportements des marchés des investisseurs mais aussi des banques de financement d'entreprises. Ce phénomène a donc amplement modifié le rapport de force entre patrons et investisseurs.

Il est important de dissocier deux types d'analystes : les « sell side » et les « buy side ».

Les analystes sell side

Les analystes *sell side* des banques conseillent de vendre, un peu, et d'acheter, beaucoup. En effet, ils se doivent d'être optimistes puisqu'ils espèrent que leurs clients achèteront des actions auprès d'eux. C'est ainsi que 80% des analyses conseillent l'achat. De leur côté, les entreprises sont soumises au diktat des ratios financiers à la mode. Mais il est difficile de les traduire dans la gestion au quotidien et en profondeur de l'entreprise.

Les analystes buy side

Les analystes *buy side* des fonds d'investissement sont quant à eux chargés de gérer un portefeuille de participations. Leur évaluation de l'action de l'entreprise varie cependant en fonction des cycles économiques. En période de croissance l'analyste fera confiance aux indices et investira comme tel. En période difficile, la tendance pour l'analyste a été jusqu'à présent de gérer le risque à son niveau à partir d'un panel d'entreprises mono-marchés. Cette politique est à l'origine des pressions vers le recentrage sur le *core business* qui ont mis fin à un certain nombre de conglomérats. Cependant cet exercice de gestion de risque s'est révélé difficile et les analystes refont progressivement confiance aux entreprises diversifiées comme Saint-Gobain qui gèrent les risques métiers à leur niveau.

Les dirigeants doivent aussi anticiper les réactions des agences de notation à l'opération qu'ils envisagent, dans la mesure où une dégradation de leur note a un impact négatif sur le cours de bourse, le marché anticipant des difficultés de solvabilité.

Le rôle du patron et de son équipe est donc aujourd'hui d'aller voir ces analystes pour leur expliquer la stratégie de l'entreprise afin qu'ils réagissent positivement aux grosses décisions qui seront prises pendant l'exercice. Ce travail s'est intensifié dans les dernières années, occupant jusqu'à vingt à trente jours par an, au cours de road shows, quand deux ou trois suffisaient il y a dix ans.

Là encore, les entreprises familiales sont beaucoup moins sensibles aux notes d'analystes, puisqu'elles sont assez peu intéressées par ce qu'on en dit aujourd'hui, et par le cours de bourse à court-terme, puisqu'elles investissent à long terme.

Les marchés

Les marchés sont aujourd'hui dominés par les fonds de placement, qu'il convient de diviser en deux catégories : les fonds d'investissement et les fonds de pension.

Les fonds d'investissement

Les fonds d'investissement sont particulièrement critiqués : évalués sur une périodicité hebdomadaire correspondant à la publication de leur performance, ces fonds ne jouent plus que sur les variations et leurs anticipations, déconnectant l'évolution du cours de bourse des fondamentaux de l'entreprise.

Les hedge-funds

Parmis les fonds d'investissement, il faut citer les hedge-funds. Ces fonds vivent de la pratique suivante : ils louent des titres à des grands investisseurs – qui sont d'ailleurs souvent des fonds de placement – puis les vendent massivement. Comme ils ont un poids important sur le marché, la valeur du titre perd sensiblement de la valeur à cause de l'offre importante qui arrive d'un seul coup sur le marché. Une fois que la valeur a suffisamment baissé, le fonds rachète les titres, puis les rend aux prêteurs. Comme toute cette opération est faite dans un délai très court, le gain est quasi garanti. En revanche, la chute du cours ne reflète en rien l'évolution de l'entreprise. Elle peut pourtant être analysée comme une sanction du marché à une décision que le dirigeant et son équipe étaient en train de préparer.

Les fonds de pension

Les fonds de pension ont quant à eux des objectifs patrimoniaux à long terme. Cependant, ils se refusent, en général, à intervenir dans la gestion des entreprises. Jusqu'à présent leur unique moyen de pression a été de « voter avec leurs pieds », c'est-à-dire de se retirer brutalement du capital des entreprises, ce qui est particulièrement significatif en terme d'impact sur le cours de bourse. Les capitaux gérés par ces institutions sont en effet de l'ordre de 1 000 G$. Le fonds Calpers des fonctionnaires de l'État de Californie représente 130 G$ à lui seul.

Cette politique est cependant en train d'évoluer. Certains fonds interviennent ainsi déjà aux États-Unis dans les assemblées générales des entreprises les moins performantes de leur portefeuille. En France les gérants de patrimoine mettent en place une charte les engageant à se prononcer sur la gestion des dirigeants en assemblée générale.

Comme pour les analystes, l'influence des fonds se concentre sur le court terme. Les héritiers, puisqu'ils s'intéressent surtout au long terme, sont assez peu attentifs à ces réactions. En revanche, les dirigeants d'entreprises purement managériales sont jugés en fonction de leur performance boursière sur les derniers mois. Ils sont donc beaucoup plus appliqués à satisfaire les fonds d'investissement en général.

Les médias

Dans les grandes décisions, le dirigeant reste le dernier ressort et les médias savent le placer sous les feux de la rampe. Ce phénomène de starisation des chefs d'entreprise est relativement récent. Il remonte à l'apparition des pages économiques dans les grands quotidiens, quand, face à la mondialisation naissante et au recul de la sphère politique, le sentiment naissait que le monde économique prenait le pas sur les États et les décisions politiques.

Cette pression médiatique est un élément perturbateur dans la conduite rationnelle de l'entreprise, à laquelle certains dirigeants ont pu succomber dans l'histoire récente. Certains médias ne manquent pas en particulier de mentionner le phénomène d'ego des patrons, mais nous n'avons pas vu de différence significative entre entreprises familiales et entreprises managériales sur ce thème.

Conclusion

L'entreprise est donc entourée de conseillers et d'institutions, qui ont des intérêts importants dans les décisions de l'entreprise, et qui peuvent en changer significativement le destin. De plus, leurs objectifs sont souvent divergents de ceux de l'entreprise, voire quelque fois opposés. Ces acteurs externes deviennent alors des « pousse-au-crime ». Bien sûr, le patron n'est pas obligé de les écouter, mais sans contre-pouvoir, il est plus facile de céder au chant de ces sirènes.

UNE PERENNITE NON ASSUREE, LES LIMITES DU MODELE FAMILIAL

Après cet exposé des faiblesses du modèle des entreprises purement managériales, il est légitime de se demander si les entreprises familiales ne constitueraient pas un modèle idéal, puisque ces différentes pressions ne s'y appliquent pas. Nous allons voir que ce modèle a ses limites, mais cédons d'abord à l'engouement collectif.

Les bonnes performances des entreprises familiales

En particulier, le magazine *Enjeux les Echos*[Erreur! Signet non défini.] d'Avril 2003 titrait en première page « Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ? ». Il mettait en avant les résultats fulgurants de l'indice Oddo SF de la société de bourse Oddo. (Notons au passage qu'Oddo est une entreprise familiale.) Cet indice a été développé par les services de recherche en investissement de la société de bourse après avoir remarqué que les entreprises familiales semblaient « mieux s'en sortir » que les autres. En voici sa définition : une entreprise est considérée comme familiale si c'est une « société 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. »

Les conclusions sont sans appel : l'indice Oddo SF a augmenté de plus de 11% par an depuis dix ans alors que le SBF 250 ne faisait que 8% par an[5]. Les entreprises familiales seraient-elles plus performantes grâce à leur prudence, comme l'exemple de la permanence de Peugeot quand Renault partait à la conquête de Nissan pour 5 milliards de dollars en 1999 pourrait le laisser croire ?

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 génération[Erreur! Signet non défini.] note à vérifier. De plus, même des entreprises 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 automobile 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.

---

[5] « Pourquoi les entreprises familiales réussissent mieux ? », *Enjeux les Echos*, Avril 2003.

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. Et personne ne critique aujourd'hui le rachat de Ernst & Young par Cap Gemini pour 12 milliards quand ce dernier en valait 22 en l'an 2000.

Toutefois, la difficulté de trouver des managers compétents parmi les descendants des fondateurs semble être la principale raison qui met en péril la prospérité durable des entreprises purement familiales. Confier la gestion de l'entreprise à un manager externe à l'entreprise est alors une alternative possible, voire souvent bénéfique, comme nous allons le voir maintenant.

LA NECESSITE D'UN CONTRE-POUVOIR OU L'HEUREUSE ALLIANCE DE L'HERITIER ET DU MANAGER

Après avoir présenté le contexte des opérations à plusieurs milliards d'euros nous avons vu successivement que les managers étaient soumis à des pressions importantes les poussant à s'aventurer sur ce terrain d'une part, mais que d'autres part des sociétés livrées aux mains d'une famille éventuellement incompétente ou frivole pouvaient elles aussi être entraînées dans des dérives similaires. Ces structures ne présentent donc pas de garanties suffisantes en terme de contre-pouvoir pour réussir à contrebalancer toutes ces pressions.

Des opérations très risquées

Les opérations dont il est question ici sont cependant particulièrement risquées. Différentes études de cabinets de consultants ont en effet montré que ces mégafusions menaient dans leur grande majorité à des échecs. Le mémoire de fin d'études « Les mégafusions » des ingénieurs des mines David Bouchoucha et Barthélemy Ménayas[6] montre ainsi que dans 60% des cas environ les grosses fusions-acquisitions sont des échecs. Le point clé décidant du succès de l'opération se trouve dans la phase d'intégration, or c'est bien ce paramètre qui est le plus difficilement prévisible lorsque l'on prépare une grosse opération de ce type. Quoi donc de plus inquiétant qu'un processus de décision rationnel, qui peut aboutir avec une si grande occurrence à la mise en danger de l'entreprise même ?

Un cas exemplaire : la double expérience de Michel Bon

Afin d'illustrer la notion de contre-pouvoir dans le processus de prise de grosses décisions, le cas de Michel Bon est particulièrement éclairant. Il fut en effet président du groupe familial Carrefour d'une part, puis président de France Télécom d'autre part, entreprise dont l'État est encore 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.

---

[6] « Les mégafusions, les lendemains de la bataille boursière », D. Bouchoucha et B. Ménayas, septembre 2000

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 ne lui a cependant pas donné les moyens de ses ambitions, car il lui a empêché tout achat par échange d'actions ou tout financement par augmentation de capital, afin que la part de l'État dans le capital reste au-delà de 51% même si industriellement cela n'avait pas beaucoup de sens, ce qui s'est traduit finalement par un endettement record qui a dépassé 60 milliards d'euros !

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 exerce son contrôle dans le but de préserver des intérêts politiques. Les performances boursières comparées des deux entreprises inspirent une conclusion non ambiguë quant à l'efficacité de ces deux types de comportement.

Structure actionnariale et structure dirigeante

Il est évoqué plus haut qu'un actionnaire familial ne suffit pas à protéger l'entreprise des dérives liées à la prise de grosses décisions. Dans le cas des entreprises familiales, l'assistance d'un manager compétent semble cependant être un atout, le cas Carrefour étant une illustration d'un travail intelligent entre manager et héritiers. Le cas France Télécom nous apprend en revanche qu'un actionnaire majoritaire n'est pas une garantie lorsque les intérêts visés par cet actionnaire sont autres que patrimoniaux. Les nombreux exemples fournis par la presse nous laissent penser enfin que la présence du seul manager à la tête de l'entreprise peut mener à certains excès.

Afin de mettre en évidence une relation entre la structure dirigeante et les éventuels succès des entreprises, il est donc intéressant de regarder les performances des entreprises d'une part en fonction de l'intérêt patrimonial ou non de l'actionnariat, mais aussi d'autre part en fonction du caractère familial ou non du dirigeant.

Une nouvelle classification des entreprises

Nous en arrivons à la classification suivante en cinq catégories des entreprises :

- Les sociétés purement familiales
- Les sociétés dirigées par leur fondateur

- Les sociétés familiales à dirigeant salarié
- Les sociétés avec actionnaire à logique patrimoniale
- Les sociétés purement managériales

Les entreprises purement familiales

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. Dans ce cas, l'intérêt patrimonial de l'actionnaire et du dirigeant est incontestable. Le contre-pouvoir exercé par la famille actionnaire sur le dirigeant membre de cette famille n'est cependant pas évident.

Les entreprises dirigées par leur fondateur

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 Sodexho par M. Bellon. Le fondateur est dans cette catégorie encore un actionnaire important de la société. Son intérêt patrimonial est, comme dans le cas précédent, incontestable. Il n'est cependant pas ici non plus évident que le contre-pouvoir s'exerce effectivement face à ces personnages hautement charismatiques.

Les entreprises familiales à dirigeant salarié

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. L'actionnaire au conseil d'administration défend donc ici son patrimoine et n'hésite pas à mener la vie dure au dirigeant extérieur à la famille qu'il a nommé… et qu'il peut révoquer.

Les entreprises managériales dont l'actionnariat suit une logique patrimoniale

Dans la quatrième catégorie, il convient de distinguer parmi les entreprises purement managériales celles qui ont parmi leurs actionnaires des personnes ou institutions garantes de la pérennité 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 aussi dans cette catégorie les sociétés qui ont des holdings industrielles familiales telles que Worms, Wendel ou encore le Baron Frère, à leur capital et au conseil d'administration. Imerys est ainsi sous le contrôle du Baron Frère et de la famille canadienne Desmarais à travers leurs holdings communes Pargesa et Groupe Bruxelles-Lambert[7]. Depuis la fusion de Total et Fina, TotalFinaElf compte aussi le Groupe Bruxelles-Lambert parmi ses actionnaires ainsi que la Compagnie Nationale à Portefeuille, filiale de la société Frère-Bourgeois détenue par la famille Frère, soit une participation totale de 4,6% à l'heure actuelle dans un groupe valorisé 90 milliards d'euros. La participation indirecte de la famille Frère à travers toutes ses filiales est évaluée à environ 700 millions d'euros[7]. Il est donc aisé d'imaginer qu'au moment du lancement de l'OPA/OPE sur Elf, la décision a été sérieusement évaluée par les familles Frère et Desmarais, actionnaires importants représentés par 3 membres au conseil d'administration, parmi lesquels M. Paul Desmarais et son fils.

Enfin, les sociétés contrôlées par des institutions mutualistes ou coopératives, telles que le Crédit Agricole, Natexis Banques Populaires ou Axa, font aussi partie de cette quatrième catégorie.

Les entreprises de cette catégorie s'approchent de celles de la catégorie précédente dans le sens où l'actionnaire « à logique patrimoniale » défend son portefeuille au conseil d'administration face à un dirigeant qu'il a contribué à nommer et qu'il peut demander à faire révoquer.

Les entreprises purement managériales

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 PDG.

---

[7] Sources : sites Internet www.euronext.fr, www.pargesa.ch, www.cnp.be, www.powercorp.ca

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. A 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 ne jouait pas son rôle d'actionnaire et avait une vision plus politique que patrimoniale ou stratégique de sa participation au capital.

Le champ d'étude : les très grosses entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris

Le panel étudié se compose des 94 plus grosses entreprises cotées du SBF 250, dont la capitalisation boursière dépasse le milliard d'euros au 23 mai 2003.

D'une part en effet, l'indice SBF 250 représente l'évolution du marché parisien dans son ensemble et une mesure de référence à long terme pour les gestionnaires de portefeuille d'actions. Les sociétés qui en composent l'échantillon sont donc considérées comme représentatives de l'ensemble du paysage économique.

D'autre part, ces sociétés sont susceptibles de réaliser des investissements de plusieurs milliards d'euros ; or il s'agit de l'angle par lequel est étudié la gestion des entreprises dans ce travail.

La Figure 4 représente la répartition de ces 94 entreprises françaises entre nos cinq catégories.

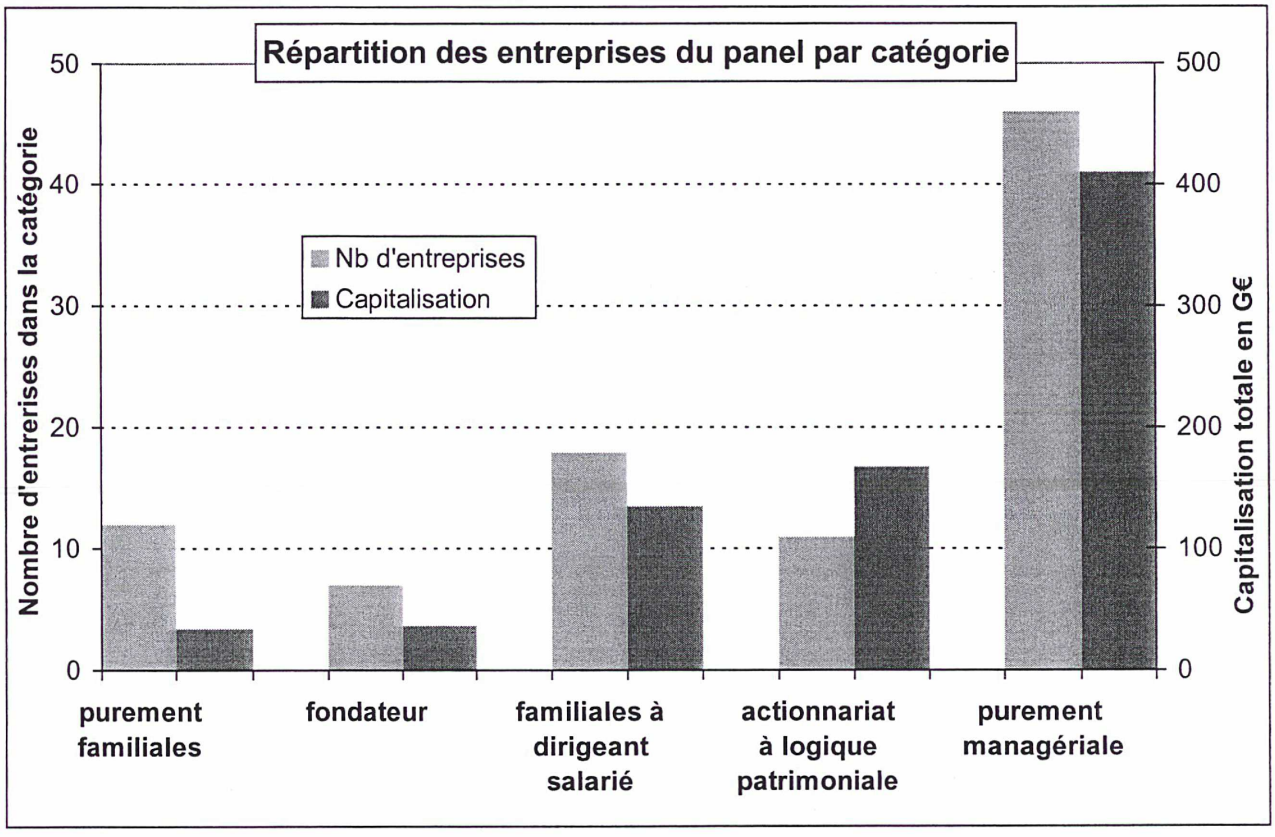

Figure 4

Nous retrouvons ainsi au moins 8% du panel dans chacune des catégories. Il est par ailleurs intéressant de remarquer que si les entreprises des catégories « fondateur », « familiales à dirigeant salarié » et « purement managériale » sont de taille moyenne comparable, les entreprises purement familiales sont en moyenne de petites sociétés, et les purement managériales sont plus grandes. Par ailleurs les entreprises à « actionnariat à logique patrimoniale » sont en général de très grosses entreprises.

Comme cela a été évoqué plus avant, le caractère familial d'une entreprise ne lui interdit pas de faire de grosses opérations. La Figure 5 montre que dans toutes les catégories étudiées une part significative des entreprises a fait le choix de réaliser de très grosses opérations dans les quatre dernières années, soit depuis le 1er janvier 1999. Si les entreprises familiales dirigées par leur fondateur ont été les plus timides pour se jeter à l'eau, plus de la moitié des entreprises des autres catégories s'y sont lancées.

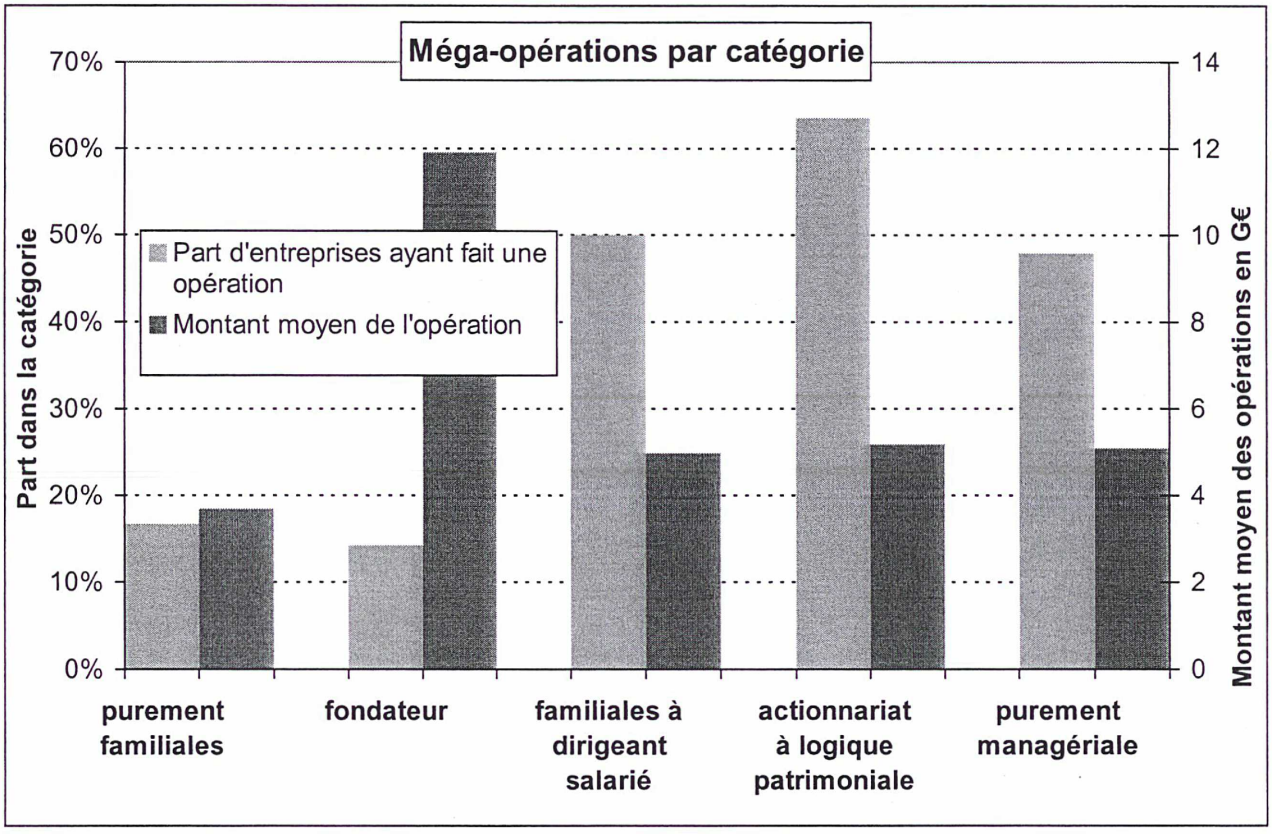

Figure 5

Nous savons que ces opérations se révèlent statistiquement être majoritairement des échecs d'après les cabinets de consultants. Toutes les catégories considérées ici ont donc pris des risques importants dans les quatre dernières années. Cependant certaines catégories ont-elles eu plus de succès que les autres ? Si tel est le cas, cela nous donnerait un indice sur l'efficacité relative des structures de direction propres à chaque catégorie.

Le critère d'évaluation choisi : la performance boursière sur les douze dernières années

Définir un critère de succès de la réalisation d'une opération à plusieurs milliards d'euros est assez délicat. En effet il faut du temps pour que la fusion des équipes et des moyens se réalise. D'ailleurs les cabinets de conseil ne sont à ce sujet pas tous en phase. Certains préconisent de suivre la performance boursière, d'autres le cash-flow dégagé, d'autres encore la rentabilité de l'investissement à plus ou moins longue échéance, les derniers préfèrent recenser les regrets des dirigeants… Selon la méthode, les taux d'échec varient entre 40 et 80%[6]. Notons qu'en cas de multiples opérations se succédant à un rythme soutenu il devient difficile de distinguer les succès et les échecs de ces différentes opérations.

Dans cette étude nous avons choisi de nous intéresser à la performance boursière depuis le 1er janvier 1991, soit une douzaine d'années. Un tel critère traduit en effet la confiance accordée par les actionnaires à la structure de direction, or c'est de l'efficacité de cette structure de direction qu'il est discuté ici. Il est nécessaire de plus de suivre l'évolution du cours de bourse sur une période suffisamment longue pour que les effets des décisions soient réellement mesurables, comme évoqué ci-dessus. Il faut cependant noter qu'il est certainement encore trop tôt pour juger du succès réel ou non des opérations réalisées dans les toutes dernières années... même si dans le cas de Vivendi par exemple l'explosion du groupe construit à coup de grosses opérations est plus un indicateur d'échec que de succès. De même pour France Télécom et Mobilkom... mais que dire de France Télécom et Orange ou encore des achats de licences UMTS ? Si le succès commercial de cette technologie est au rendez-vous, le marché, actuellement méfiant du fait de l'endettement de l'entreprise, reportera peut-être le cours de France Télécom aux valeurs records atteintes en 2000.

Le podium final : la part belle aux intérêts patrimoniaux

Les performances des cinq catégories selon le critère choisi sont illustrées sur la Figure 6. Les résultats de cette comparaison 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 4,5 et 3,5 en douze ans, quand les entreprises de type purement familiales se contentent d'un multiple de 2,5 et les sociétés purement managériales d'un multiple 1,5.

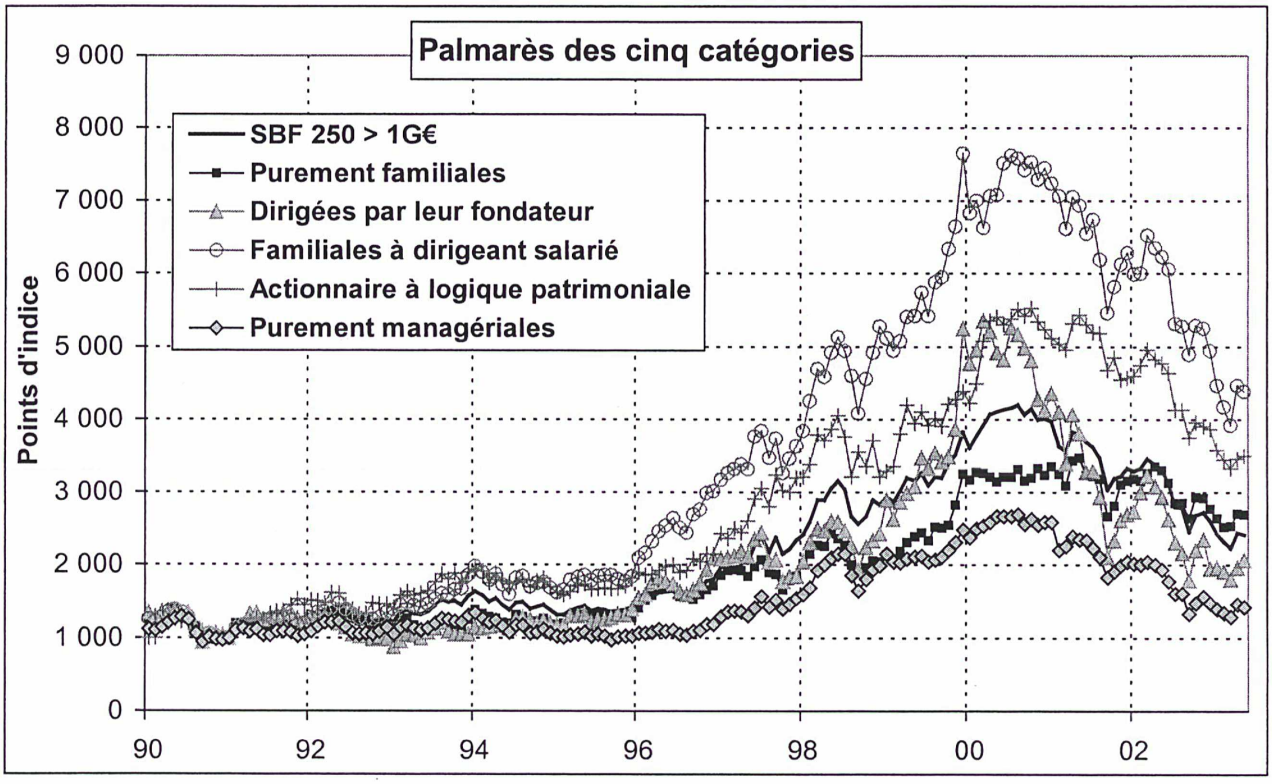

Figure 6

Cette observation n'a bien sûr pas valeur de preuve. Elle révèle toutefois que les marchés ont jusqu'à présent accordé de préférence leur confiance sur le long terme à des entreprises gérées par des managers compétents d'une part, et qui comptaient à leur conseil d'administration des actionnaires cherchant à défendre leurs propres intérêts patrimoniaux d'autre part.

CONCLUSION

Le phénomène des grosses opérations observé ces dernières années est le fruit de logiques rationnelles conformes aux fondamentaux économiques. Les vagues successives traduisent quant à elle des changements dans le contexte économique et dans les doctrines de gestion des entreprises. Cependant ces décisions sont très risquées. Dès lors les entreprises managériales, plus enclines à s'y lancer, semblent particulièrement exposées. Par ailleurs les entreprises purement familiales ne sont pas complètement invulnérables car elles confient leur sort à un des héritiers sans toujours s'autoriser à les contrôler. Les structures les plus performantes nous semblent en revanche être celles qui allient pouvoir du manager, du fait de sa compétence, et contre-pouvoir de l'actionnaire, qui joue son patrimoine dans l'affaire. C'est en fait la rencontre entre deux modèles qui ont fait loi dans les deux derniers siècles : le dix-neuvième siècle était l'ère du capitalisme familial et le vingtième connut le règne des directeurs, conformément au pronostic de James Burnham dans les années quarante[8]. 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 Bébéar 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 trois 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.

---

[8] « Managerial Revolution », J. Burnham, Indiana University Press, 1941

ANNEXE A – CALCUL DES INDICES

Pour générer les indices présentés dans la dernière partie, nous avons dû décider d'une clé de répartition des entreprises. La meilleure solution trouvée est de faire la moyenne des cours de bourse pondérés par la capitalisation boursière au 1er mai 2003. Cette solution nous a paru satisfaisante puisqu'elle représentait convenablement l'indice SBF 250, avec un indice de corrélation de 0,988 :

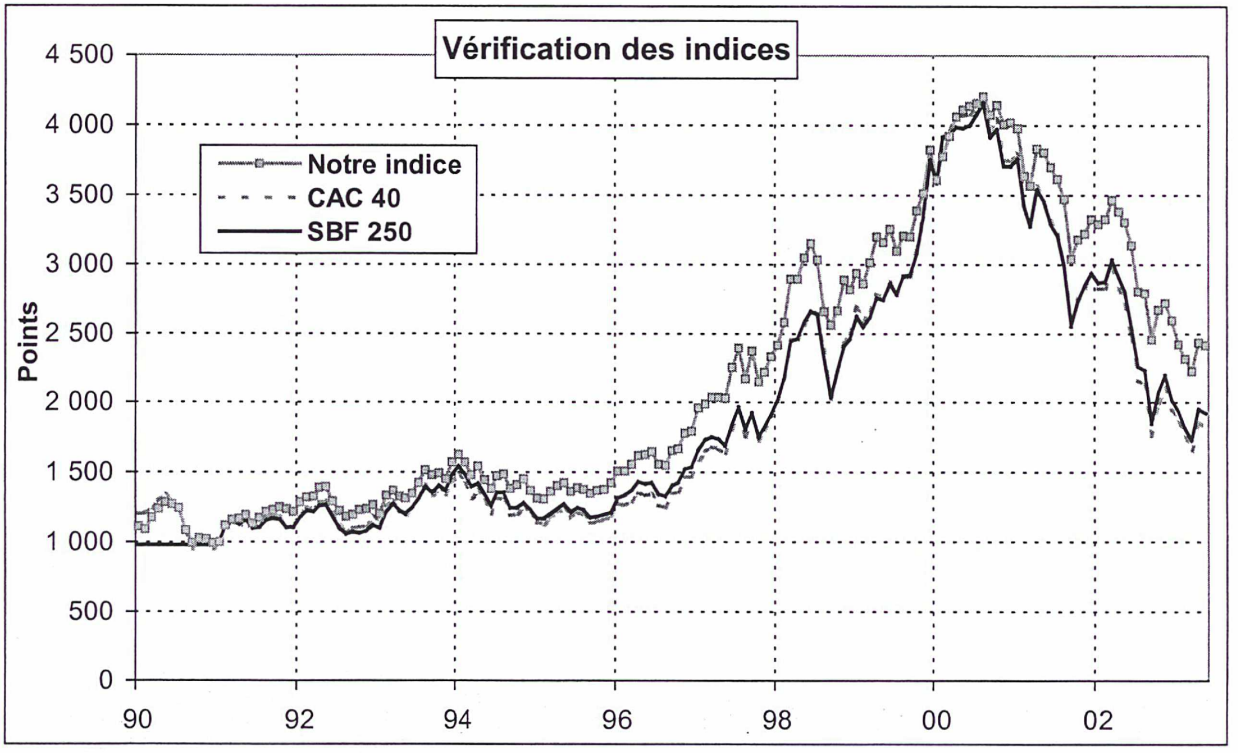

Figure 7

Techniquement parlant, notre panel est composé des entreprises du SBF 250 dont la capitalisation au 23 mai 2003 était supérieure à un milliard d'euros. Il s'agit de :

ACCOR
ADECCO
AGF
AIR FRANCE
AIR LIQUIDE
ALCATEL
ALTADIS
ARCELOR
ATOS ORIGIN
AUTOROUTES SUD DE LA FRANCE
AVENTIS
AXA
BIC
BNP PARIBAS
BOLLORE
BOLLORE INVESTISSEMENT
BOUYGUES
BUSINESS OBJECTS
CAP GEMINI
CARREFOUR
CASINO GUICHARD
CHRISTIAN DIOR
CIC
CIMENTS FRANCAIS
CLARINS
CNP ASSURANCES
CREDIT AGRICOLE
CREDIT LYONNAIS
DANONE
DASSAULT AVIATION
DASSAULT SYSTEMES
DEXIA
EADS
EIFFAGE
EQUANT
ESSILOR INTERNATIONAL
ESSO
EULER & HERMES
EURAZEO
EURONEXT
EUROTUNNEL
FFP (FONCIERE FINANCIERE PART)
FINAXA
FONCIERE LYONNAISE
FRANCE TELECOM
GALERIES LAFAYETTE
GECINA
HAVAS
HERMES INTERNATIONAL
IMERYS
JC DECAUX
KLEPIERRE
LAFARGE
LAGARDERE
L'OREAL
LVMH
M6 METROPOLE TELEVISION
MICHELIN
NATEXIS BANQUES POPULAIRES
NRJ GROUP
ORANGE
PECHINEY
PERNOD RICARD
PEUGEOT SA
PINAULT PRINTEMPS
PUBLICIS GROUPE SA
RALLYE
REMY COINTREAU
RENAULT
REXEL
SAGEM
SAINT-GOBAIN
SANOFI-SYNTHELABO
SCHNEIDER ELECTRIC
SEB
SOCIETE GENERALE
SODEXHO ALLIANCE
SOPHIA
STMICROELECTRONICS
SUEZ
TECHNIP COFLEXIP
TF1
THALES
THOMSON
TOTAL
UNIBAIL
VALEO
VEOLIA ENVIRONNEMENT
VINCI
VIVARTE
VIVENDI UNIVERSAL
WANADOO
WENDEL INVESTISSEMENT
WORMS & CIE

Pour chaque mois étudié, nous avons fait la moyenne des cours existant à la date donnée pour un panel (un certain nombre d'entreprises considérées ici ont été introduites en bourse après le 1er janvier 1990), pondérés par la capitalisation boursière de l'entreprise au 23 mai 2003.

Les lignes de programme sont les suivantes :

```
Function Length(Table)
 Length = 0
 For Each i In Table
 Length = Length + 1
 Next i
End Function
```

```
Function Indice(Cours, Capitalisation)
 Indice = 0
 PoidsTotal = 0
 For i = 1 To Length(Cours)
 Indice = Indice + Cours(i) * Capitalisation(i)
 If Cours(i) > 0 Then PoidsTotal = PoidsTotal + Capitalisation(i)
 Next i
 Indice = Indice / PoidsTotal
End Function

Function IndiceACritere(Cours, Capitalisation, Critere)
 IndiceACritere = 0
 PoidsTotal = 0
 For i = 1 To Length(Cours)
 If Critere(i) Then IndiceACritere = IndiceACritere + Cours(i) *
Capitalisation(i)
 If (Critere(i) And Cours(i) > 0) Then PoidsTotal = PoidsTotal +
Capitalisation(i)
 Next i
 IndiceACritere = IndiceACritere / PoidsTotal
End Function
```

ANNEXE B – COMPOSITION DES CATEGORIES

Rappelons ici les catégories proposées dans la dernière partie :

- Les sociétés purement familiales
- Les sociétés dirigées par leur fondateur
- Les sociétés familiales à dirigeant salarié
- Les sociétés avec actionnaire à logique patrimoniale
- Les sociétés purement managériales

Nous avons rangé les entreprises de la manière suivante.

Les sociétés purement familiales

Société	Actionnaire familial	Dirigeant familial
BIC	Famille Bich	M. Bich
BOLLORE	Famille Bolloré à travers Bolloré Investissements (voir cette société)	M. Bolloré
BOUYGUES	Famille Bouygues à travers la SDCM et la participation de Mme Francis Bouygues	M. Liautaud
CLARINS	Famille Courtin	M. Courtin
FFP (FONCIERE FIN PART)	Famille Peugeot	M. Peugeot
HERMES INTERNATIONAL	Famille Hermès	M. Dumas
JC DECAUX	Famille Decaux	M. Decaux
MICHELIN	Famille Michelin	M. Michelin
PERNOD RICARD	Familles Pernod et Ricard	M. Ricard
REMY COINTREAU	Famille Hériard-Dubreuil	M. Hériard-Dubreuil
VIVARTE	M. Descours, M. Rotschild à travers Atticus et M. Wyser-Pratte	M. Descours puis M. Rotschild
WENDEL INVESTISSEMENT	Héritiers Wendel à travers Wendel Participations	M. Seillère de Laborde

Les sociétés dirigées par leur fondateur

Société	Actionnaire fondateur	Dirigeant fondateur
BOLLORE INVESTISSEMENT	M. Bolloré, fondateur et actionnaire aux côtés de la famille Bolloré	M. Bolloré
BUSINESS OBJECTS	M. Liautaud	M. Liautaud
CAP GEMINI	M. Kampf	M. Kampf
CHRISTIAN DIOR	Contrôlée par Groupe Arnault SAS, dirigé par M. Arnault	M. Arnault
LVMH	Contrôlée par Christian Dior (voir cette société)	M. Arnault
RALLYE	Contrôlée par Euris, fondé par M. Naouri	M. Naouri
SODEXHO ALLIANCE	M. Bellon	M. Bellon

Les sociétés familiales à dirigeant salarié

Société	Actionnaire familial	Dirigeant salarié
ACCOR	MM. Dubrule et Pélisson, fondateurs	M. Espalioux
CARREFOUR	Familles Badin, Defforey, Fournier et Halley	M. Bernard
CASINO GUICHARD	Famille Guichard et groupe Rallye (voir cette société)	M. Couvreux
DASSAULT AVIATION	Contrôlée par Groupe Industriel Marcel Dassault	M. Edelstenne
DASSAULT SYSTEMES	Contrôlée par Groupe Industriel Marcel Dassault	M. Edelstenne
EURAZEO	Contrôlée par Rue Impériale, elle-même contrôlée et dirigée par la famille David-Weill	M. Sayer
GALERIES LAFAYETTE	Familles Meyer et Moulin	MM. Houzé et Moulin
LAGARDERE	M. Lagadère à travers Lagardère Capital & Management	MM. Lagardère et Camus
L'OREAL	Famille Bettencourt (héritière du fondateur) à travers Gesparal	M. Owen-Jones
NRJ GROUP	M. Baudecroux, fondateur	M. Guazzini
PEUGEOT SA	Famille Peugeot	M. Folz
PINAULT PRINTEMPS	M. Pinault à travers Artemis	M. Weinberg
PUBLICIS GROUPE SA	Mme Badinter, héritière du fondateur	M. Lévy
REXEL	Contrôlée par Saprodis, filiale de PPR (voir cette société)	M. Pauze
SCHNEIDER ELECTRIC	Famille fondatrice Legrand	M. Lachmann
SEB	Famille fondatrice à travers Actiref	M. de la Tour d'Artaise
TF1	Contrôlée par Bouygues (voir cette société)	M. Le Lay
WORMS & CIE	Famille Worms	M. Auburtin

Les sociétés avec actionnaire à logique patrimoniale

Société	Actionnaire à logique patrimoniale	Dirigeant salarié
AXA	Contrôlée par Finaxa (voir cette société) et une structure mutualiste, les Mutuelles Axa	M. de Castries
CIC	Contrôlée par une structure coopérative, la Banque Fédérative du Crédit Mutuel	M. Lucas
CREDIT AGRICOLE	Structure coopérative, Caisses Régionales du Crédit Agricole	M. Carron
DANONE	Les holdings Worms et Eurazeo sont les premiers actionnaires.	M. Riboud
FINAXA	Contrôlée par une structure mutualiste, les Mutuelles Axa	M. Bébéar
IMERYS	Contrôlée par le Baron Frère et la famille Desmarais à travers Pargesa et Groupe Bruxelles-Lambert	M. Buffière
NATEXIS BANQUES POPULAIRES	Structure coopérative, Banque Fédérale des Banques Populaires	M. Dupont
SAGEM	Contrôlée par les salariés à travers la Coficem	M. Olivier
SUEZ	Le Baron Frère est le premier actionnaire à travers Pargesa et Groupe Bruxelles-Lambert	M. Mestrallet
TOTAL	Le Baron Frère et la famille Desmarais sont les premiers actionnaires à travers Pargesa et Groupe Bruxelles-Lambert d'une part et Compagnie Nationale à Portefeuille d'autre part	M. Desmarets
VALEO	Les holdings Wendel et CGIP sont les premiers actionnaires	M. Morin

Les sociétés purement managériales

Société	Dirigeant
ADECCO	M. Bowmer
AGF	M. Thierry
AIR FRANCE	M. Spinetta
AIR LIQUIDE	M. Potier
ALCATEL	M. Tchuruk
ALTADIS	MM. Comolli et Isla Alvarez de Tejera
ARCELOR	M. Dollé
ATOS ORIGIN	M. Bourigeaud
AUTOROUTES SUD DE LA FRANCE	M. Val
AVENTIS	M. Landau
BNP PARIBAS	M. Pébereau
CIMENTS FRANCAIS	M. Nanot
CNP ASSURANCES	M. Benoist
CREDIT LYONNAIS	M. Peyrelevade
DEXIA	M. Richard
EADS	MM. Camus et Hertrich
EIFFAGE	M. Roverato
EQUANT	M. Delépine
ESSILOR INTERNATIONAL	M. Fontanet
ESSO	M. Heinzle
EULER & HERMES	M. Lanier
EURONEXT	M. Théodore
EUROTUNNEL	M. Shireffs
FONCIERE LYONNAISE	M. Mansion
FRANCE TELECOM	M. Breton
GECINA	M. Jeancourt-Galignani
HAVAS	M. de Pouzilhac
KLEPIERRE	M. Clair
LAFARGE	M. Collomb
M6 METROPOLE TELEVISION	M. Bellet de Tavernost
ORANGE	M. Trujillo
PECHINEY	M. Rodier
RENAULT	M. Schweitzer
SAINT-GOBAIN	M. Beffa
SANOFI-SYNTHELABO	M. Dehecq
SOCIETE GENERALE	M. Bouton
SOPHIA	M. Gancel
STMICROELECTRONICS	M. Pistorio
TECHNIP COFLEXIP	M. Valot
THALES	M. Ranque
THOMSON	M. Dehelly
UNIBAIL	M. Bressler
VEOLIA ENVIRONNEMENT	M. Proglio
VINCI	M. Zacharias
VIVENDI UNIVERSAL	M. Fourtou
WANADOO	M. Sichel

ANNEXE C – OPERATIONS PRISES EN COMPTE

Dans les statistiques de notre exposé, nous avons utilisé les opérations de plus d'un milliard d'euros, réalisées par les sociétés de l'échantillon en France du 1er janvier 1998 au 1er mai 2003. Elles sont résumées ci-après :

Date	Entreprise cible	Acquéreur	Prix effectif (en G€)
13/08/1999	Red Roof Inns	ACCOR	1,1
25/05/2000	Newbridge Networks Corp.	ALCATEL	7,1
06/04/1999	Xylan Corp	ALCATEL	1,8
24/01/2000	Genesys Telecommunications Laboratories, Inc.	ALCATEL	1,4
05/11/2000	ABB Alstom Power	ALCATEL	1,3
10/10/2000	Origin	ATOS ORIGIN	2,6
15/12/1999	Hoechst AG	AVENTIS	2,1
03/01/2001	AXA Financial Inc	AXA	10,3
12/07/2000	Sun Life and Provincial Holdings	AXA	4,1
29/11/1999	Axa Nichidan	AXA	1,9
30/08/1999	Paribas	BNP PARIBAS	17,9
15/03/2002	United California Bank	BNP PARIBAS	2,6
13/10/2000	Cobepa SA	BNP PARIBAS	1,4
12/07/2000	Colas SA	BOUYGUES	2,3
23/05/2000	Ernst & Young Consulting	CAP GEMINI	11,9
01/02/2000	Promodes	CARREFOUR	16,1
06/03/2000	Gruppo GS SpA	CARREFOUR	2,8
20/09/1999	Companhia Brasileira de Distribucao	CASINO GUICHARD	1,0
11/12/2001	Eulia SA	CDC	8,4
22/11/2000	Nvest LP	CDC	2,3
16/12/2002	Telediffusion de France (TDF)	CDC	1,7
14/04/2000	United Biscuits	CINVEN	2,5
30/06/2002	Vivendi Universal Publishing (B2B and Health operations)	CINVEN	1,2
18/05/2001	AssiDoman AB (Corrugated and Containerboard Division)	CINVEN	1,1
23/12/2002	Finaref	CREDIT AGRICOLE	2,5
29/02/2000	McKesson Water Products Co.	DANONE	1,1
15/06/2001	Artesia Banking Corporation	DEXIA	3,3
05/07/2000	Financial Security Assurance Holding Ltd.	DEXIA	2,7
28/07/2001	Kempen & Co	DEXIA	1,1
11/05/2000	EADS European Aeronautic Defence and Space Company NV	EADS	20,4
19/01/2000	Energie Baden Wuerttemberg (25%)	EDF	2,3
27/04/2001	Azeo	EURAZEO	1,3
10/03/2001	Sommer- Allibert SA	FAURECIA	1,3
29/08/2000	Orange SA	FRANCE TELECOM	49,9
17/08/2000	UMTS Licence German	FRANCE TELECOM	12,6
28/02/2001	Vodafone Group (France Telecom shares)	FRANCE TELECOM	11,6
27/03/2000	Global One	FRANCE TELECOM	5,9
10/05/2000	NTL Incorporated	FRANCE TELECOM	4,2
27/04/2000	Mobilcom AG	FRANCE TELECOM	3,7
29/06/2001	Equant NV	FRANCE TELECOM	3,5
25/07/2000	Telekomunikacja Polska SA	FRANCE TELECOM	3,2
01/08/2000	Wind SpA	FRANCE TELECOM	2,1
04/10/1999	E-Plus Mobilfunk Gmbh (17.24%)	FRANCE TELECOM	1,8
15/03/2001	Orange Communications SA	FRANCE TELECOM	1,1

Date	Entreprise cible	Acquéreur	Prix effectif (en G€)
12/07/2002	Slovensky Plynarensky Priemysel (SPP)	GDF	3,1
28/04/2003	Preussag Energie	GDF	1,0
30/10/2002	SIMCO SA	GECINA	2,3
27/09/2000	Snyder Communications Inc.	HAVAS	2,2
27/04/1999	English China Clays	IMERYS	1,3
25/01/2001	Carrefour Shopping Centre & Management	KLEPIERRE	1,5
20/02/2001	Blue Circle Industries	LAFARGE	6,2
26/03/1999	Matra	LAGARDERE	2,5
20/12/2002	Vivendi Universal Publishing	LAGARDERE	1,2
08/06/2000	Hachette Filipacchi Medias SA	LAGARDERE	1,1
27/02/2001	Red Star Yeast & Products	LESAFFRE	1,4
31/05/2000	Frontline Business Information Ltd. (91%)	NATEXIS BANQUES POPULAIRES	1,3
22/01/2001	Radio Monte Carlo	NEXTRADIO	1,1
27/04/2000	UMTS Licence E - UK	ORANGE	7,0
10/01/2003	Beghin-Say SA	ORIGNY-NAPLES	1,6
09/03/2001	Center Parcs	PIERRE & VACANCES	1,1
22/10/2001	Gucci Group NV (8.4%)	PINAULT PRINTEMPS	1,3
17/12/2001	Gucci Group NV (12%)	PINAULT PRINTEMPS	1,1
20/09/2002	Bcom3 Group Inc	PUBLICIS GROUPE SA	3,4
29/08/2000	Saatchi & Saatchi	PUBLICIS GROUPE SA	2,0
28/05/1999	Nissan Motor Co., Ltd (36.8%)	RENAULT	5,5
28/02/2002	Nissan Motor Co., Ltd (7.6%)	RENAULT	1,9
24/03/2000	Meyer International	SAINT-GOBAIN	2,1
06/08/2001	Legrand SA	SCHNEIDER ELECTRIC	7,9
05/10/2001	Komercni Banka AS	SOCIETE GENERALE	1,2
31/01/2000	Santander Central Hispano SA	SOCIETE GENERALE	1,1
07/12/1999	Tractebel & Sita	SUEZ	8,4
21/12/1999	Nalco Chemical Co.	SUEZ	4,0
27/07/2000	United Water Resources	SUEZ	1,7
14/09/1999	Empresa Metropolitana de Obras Sanitarias	SUEZ	1,0
28/09/2001	Coflexip SA	TECHNIP COFLEXIP	1,3
04/09/2000	Racal Electronics plc	THALES	3,5
12/03/2001	Technicolor Ltd	THOMSON	2,3
09/02/2000	Elf Aquitaine	TOTAL	57,4
23/03/2000	US Filter Corporation	VEOLIA ENVIRONNEMENT	7,5
26/08/2002	First Aqua	VEOLIA ENVIRONNEMENT	3,3
02/07/1999	Berliner Wasserbetriebe	VEOLIA ENVIRONNEMENT	1,69
16/07/1999	Superior Services Inc.	VEOLIA ENVIRONNEMENT	1,1
03/10/2000	Groupe GTM SA	VINCI	1,8
13/10/2000	Seagram Company Ltd	VIVENDI UNIVERSAL	35,6
10/05/2002	Vivendi Universal Entertainment	VIVENDI UNIVERSAL	11,4
22/01/2003	Cegetel	VIVENDI UNIVERSAL	4
03/08/2001	Houghton Mifflin Co.	VIVENDI UNIVERSAL	2,6
10/09/1999	Pathe	VIVENDI UNIVERSAL	2,4
21/12/2000	Maroc Telecom	VIVENDI UNIVERSAL	2,3
24/01/2002	EchoStar Communications Corporation (10%)	VIVENDI UNIVERSAL	1,7
22/07/1999	Canal Plus (15%)	VIVENDI UNIVERSAL	1,3
07/12/1999	Elektrim SA	VIVENDI UNIVERSAL	1,2
24/01/2001	Freeserve plc	WANADOO	2,6
11/12/2002	Legrand SA	WENDEL NVESTISSEMENT	5,1
25/07/2000	Arjo Wiggins Appleton plc	WORMS & CIE	2,2

BIBLIOGRAPHIE ET SOURCES

- Presse économique : *La Tribune, Les Échos*
- Presse quotidienne généraliste : *Le Monde, Le Figaro, Libération*

- Sites Internet des entreprises étudiées
- Sites spécialisés : www.euronext.fr, www.boursorama.com, www.yahoo.fr

- Rapports d'activité des entreprises étudiées

- B. Arnault, *La passion créative*, Pocket, 2001
- C. Bébéar et P. Manière, *Ils vont tuer le capitalisme*, Plon, 2002
- J. Burnham, *The Managerial Revolution*, Indiana University Press, 1941
- Haberer, *Cinq ans au Crédit Lyonnais 1988-1993*, Ramsay, 1999
- J.M. Messier, *J6M.com, Faut-il avoir peur de la nouvelle économie ?*, Hachette Littératures, 2000
- J.M. Messier, *Mon vrai journal*, Balland, 2002
- P. Vernimmen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2002
- E. Zola, *L'Argent*, 1891

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

- M. Abate, Boston Consulting Group
- M. Arnault, Christian Dior et LVMH
- M. Bédoucha, Air France
- M. Beffa, Compagnie de Saint-Gobain
- M. Bon, France Télécom
- M. Bucaille, Areva, ex Hermès Internatinal
- M. Collomb, Lafarge
- M. de Laage de Meux, ex Alcatel-Alsthom
- M. Duchesne, Mc Kinsey
- M. Esambert, Banque ARJIL
- M. Folz, Peugeot SA
- M. Forgeard, Airbus
- M. Guéritaine, Sanofi-Synthélabo
- M. Guillot, Compagnie de Saint-Gobain
- M. Helmer, Banque Lazard
- M. Lagardère, Lagardère SCA
- M. Le Pas de Sécheval, Groupama, ex COB
- M. R.H. Lévy, Lagardère SCA, ex Renault
- M. de Margerie, Crédit Agricole SA
- M. Olivier, Sagem
- Mme Orange, Le Monde
- M. Schweitzer, Renault
- M. Villette, ENSIA
- M. Weinberg, Pinault-Printemps-Redoute