

**Louvain School of Management**

**Dans quelle mesure les entreprises familiales adoptent-elles une stratégie spécifique en termes de F&A, et comment cette stratégie évolue-t-elle en temps de crise ?**

**Analyse d'opérations européennes autour de la crise de la Covid-19**

Auteur : Thomas Leyder  
Promoteur : Prof. Giorgio Tesolin  
Année académique 2020-2021  
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de  
Master en sciences de gestion à finalité spécialisée  
Horaire de jour

Je voudrais remercier en premier lieu mon promoteur, le Professeur Giorgio Tesolin, pour sa disponibilité ainsi que pour ses nombreux conseils qui m'ont permis de découvrir de nouveaux aspects du large sujet que représente les Fusions et acquisitions.

Je voudrais ensuite remercier mes parents qui m'ont permis de réaliser mes études dans les meilleures conditions et qui m'ont toujours encouragé.

Finalement, ce travail représentant la fin de mon parcours en tant qu'étudiant, je souhaite remercier toutes les personnes qui m'ont accompagné durant ces cinq dernières années et qui m'ont beaucoup apporté.

## Table des matières

---

|                                                                             |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Table des matières .....</b>                                             | <b>I</b>  |
| <b>Introduction.....</b>                                                    | <b>1</b>  |
| <b>Partie 1 : Revue de la littérature .....</b>                             | <b>4</b>  |
| <b>1 Les fusions et acquisitions .....</b>                                  | <b>4</b>  |
| 1.1 Les modes de croissance des entreprises .....                           | 4         |
| 1.2 Les différents types de F&A.....                                        | 5         |
| 1.3 Les vagues de F&A.....                                                  | 6         |
| 1.3.1 Hypothèse néoclassique.....                                           | 6         |
| 1.3.2 Hypothèse comportementale .....                                       | 7         |
| 1.3.3 Formation d'une vague .....                                           | 7         |
| <b>2 Les entreprises familiales.....</b>                                    | <b>9</b>  |
| 2.1 Définition.....                                                         | 9         |
| 2.2 Les entreprises familiales dans la population des entreprises.....      | 10        |
| 2.3 Spécificités des entreprises familiales.....                            | 11        |
| 2.3.1 La concentration de l'investissement.....                             | 11        |
| 2.3.2 La vision long terme et la transmission de l'entreprise .....         | 11        |
| 2.3.3 Les effets d'agence .....                                             | 12        |
| <b>3 Les entreprises familiales dans le contexte des F&amp;A .....</b>      | <b>14</b> |
| 3.1 Typologie des F&A impliquant des entreprises familiales .....           | 14        |
| 3.1.1 La propension à réaliser de telles opérations .....                   | 14        |
| 3.1.2 Le choix du mode de paiement .....                                    | 15        |
| 3.1.3 Le choix de la cible.....                                             | 16        |
| 3.2 Spécificités des F&A impliquant des entreprises familiales.....         | 18        |
| 3.2.1 Le dilemme de l'aspect financier et de l'aspect socio-émotionnel..... | 18        |
| 3.2.2 La cession de l'entreprise dans le cas d'une succession .....         | 18        |
| 3.2.3 L'identification des opportunités .....                               | 19        |
| 3.3 Performance des F&A impliquant des entreprises familiales .....         | 21        |
| <b>4 Le contexte de crise et les entreprises en difficultés .....</b>       | <b>22</b> |
| 4.1 Choc dans l'environnement externe .....                                 | 23        |

|                                           |                                                                                        |           |
|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.2                                       | Dilemme entre la richesse financière et socio-émotionnelle .....                       | 24        |
| <b>5</b>                                  | <b>La crise de la Covid-19 et ses effets sur les F&amp;A .....</b>                     | <b>26</b> |
| 5.1                                       | Les F&A en 2020 .....                                                                  | 26        |
| 5.2                                       | L'impact pour les entreprises familiales.....                                          | 29        |
| <b>6</b>                                  | <b>Résumé et hypothèses .....</b>                                                      | <b>30</b> |
| <b>Partie 2 : Analyse empirique .....</b> |                                                                                        | <b>33</b> |
| <b>1</b>                                  | <b>Données et méthodologie .....</b>                                                   | <b>33</b> |
| 1.1                                       | La base de données .....                                                               | 33        |
| 1.2                                       | La méthodologie.....                                                                   | 36        |
| 1.2.1                                     | Les variables dépendantes .....                                                        | 36        |
| 1.2.2                                     | Les variables indépendantes et de contrôle.....                                        | 38        |
| 1.2.3                                     | Résumé des variables .....                                                             | 39        |
| <b>2</b>                                  | <b>Analyse.....</b>                                                                    | <b>40</b> |
| 2.1                                       | Les entreprises familiales et les entreprises non-familiales.....                      | 41        |
| 2.1.1                                     | Statistiques descriptives.....                                                         | 41        |
| 2.1.2                                     | Régressions.....                                                                       | 45        |
| 2.2                                       | Les entreprises familiales et non-familiales avant et après le début de la crise ..... | 49        |
| 2.2.1                                     | Statistiques descriptives.....                                                         | 49        |
| 2.2.2                                     | Régressions.....                                                                       | 55        |
| 2.3                                       | Aspects macroéconomiques .....                                                         | 60        |
| <b>3</b>                                  | <b>Résumé.....</b>                                                                     | <b>64</b> |
| <b>Conclusion .....</b>                   |                                                                                        | <b>68</b> |
| <b>Bibliographie.....</b>                 |                                                                                        | <b>71</b> |

## Introduction

---

Beaucoup d'entreprises, au niveau mondial mais encore davantage au niveau européen, ne sont pas détenues par de multiples actionnaires mais bien par une famille (la Porta et al., 1999). Nous nous intéressons ici à l'impact de ce caractère familial des entreprises sur leur comportement en tant qu'acquéreur dans des opérations de F&A. Nous tentons de répondre à la question suivante : Dans quelle mesure les entreprises familiales adoptent-elles une stratégie spécifique en termes de F&A, et comment cette stratégie évolue-t-elle en temps de crise ?

Les entreprises familiales se distinguent des entreprises non-familiales sur plusieurs aspects, que ce soit au niveau de la concentration de l'investissement (Eugster, 2015), de la présence d'objectifs non économiques (Wright & Kellermanns, 2011) et de l'attachement émotionnel à l'entreprise (Gomez-Mejia et al., 2018) ou encore des effets d'agence spécifiques auxquels elles font face. Ces spécificités influencent la gestion de ces entreprises et les stratégies qu'elles adoptent, mais également leur comportement en termes de F&A. Ainsi, les entreprises familiales réalisent moins d'opérations de F&A (Miller et al., 2010) et ont davantage tendance à utiliser de la dette (Aktas et al., 2016) et du cash (Basu et al., 2009) pour financer leurs opérations et cela afin d'éviter l'effet de dilution qui accompagne l'utilisation d'actions. Elles opèrent également des choix différents en ce qui concerne le secteur de la cible (Defrancq et al., 2016) et sa situation géographique (Ossorio, 2019). Les entreprises familiales se retrouvent souvent comme cible d'opérations de F&A en raison de problèmes de succession (Klasa, 2007). Mais lorsqu'elles sont en position d'acquéreur, elles sont davantage efficaces en ce qui concerne l'identification d'opportunités (Patel & Fiet, 2011) ce qui leur permet de réaliser de meilleures opérations avec une performance long terme plus importante que celle des entreprises non-familiales (Adhikari & Sutton, 2016).

Ces spécificités qui caractérisent les entreprises familiales auront également des effets quand ces dernières réaliseront des opérations de F&A en temps de crise. Une crise induit un changement de l'environnement dans lequel une entreprise évolue. Ces changements peuvent rendre la stratégie d'une entreprise obsolète, et elle pourra y faire face notamment en réalisant des opérations de F&A qui lui permettront d'adapter son activité à ce nouvel

environnement. Dans un contexte de crise, un élément important est le niveau de ressources excédentaires dont dispose une entreprise et qui lui permettront de plus facilement s'adapter (Wan & Yiu, 2009). Un aspect spécifique des entreprises familiales est la présence d'objectifs non économiques à côté des objectifs financiers. En période de crise, les entreprises familiales peuvent être amenées à mettre de côté leurs objectifs non économiques et à se focaliser sur l'aspect financier (Gomez-Mejia et al., 2018) ce qui aura un impact sur leur comportement en termes de F&A.

Pour tester l'impact du caractère familial des entreprises sur leur stratégie de F&A, nous utilisons un échantillon de 859 transactions de F&A réalisées par des acquéreurs européens entre janvier 2018 et avril 2021. Cela nous permettra d'étudier d'une part si le comportement des entreprises familiales et non-familiales diffère en ce qui concerne leurs stratégies de F&A. D'autre part, nous verrons comment ces deux groupes adaptent leur comportement à la suite de l'arrivée d'une crise, et plus particulièrement de la crise de la Covid-19. Nous nous intéresserons plus spécifiquement à la valeur des transactions, au choix du mode de paiement, à la géographie des transactions et à la correspondance ou différence entre le secteur d'activité de l'acquéreur et de la cible.

Notre travail est structuré de la manière suivante : la première partie présente la revue de la littérature et la seconde présente l'analyse des données.

La revue de la littérature se compose de cinq parties principales. Nous aborderons pour commencer les opérations de F&A de manière générale, avec leurs caractéristiques et leur mode de formation. Dans un deuxième temps, nous aborderons les entreprises familiales avec une description de leurs caractéristiques spécifiques, suivi de leur comportement dans le contexte des F&A. Nous terminerons par aborder le contexte de crise et les entreprises en difficulté, ainsi que le contexte spécifique de la crise de la Covid-19.

La partie empirique est divisée en deux : nous commencerons par la description de l'échantillon et de la méthodologie utilisée, suivie de l'analyse proprement dite. L'analyse abordera dans un premier temps la différence dans le comportement d'acquéreur des entreprises familiales et non-familiales dans les opérations de F&A. Nous aborderons dans un deuxième temps l'évolution du comportement de ces deux groupes à la suite de l'arrivée de la crise de la Covid-19 afin de voir comment celui-ci a évolué et s'il existe ou non une

différence de stratégie entre les entreprises familiales et non-familiales en termes de F&A en temps de crise.

## Partie 1 : Revue de la littérature

---

La revue de littérature sera divisée comme suite : nous commencerons par une description générale des opérations de fusions et acquisitions (F&A) ainsi que du phénomène de vague qui les caractérise. Nous discuterons ensuite des entreprises familiales, et de ce qui distingue cette catégorie des autres types d'entreprises. Dans un troisième temps, nous aborderons les entreprises familiales dans le contexte des F&A, afin de voir comment elles se comportent en tant qu'acquéreur, ce qui les pousse à se lancer dans de telles opérations, et quelle est la performance qui en résulte. Finalement, nous parlerons du comportement des entreprises dans un contexte de crise et comment elles font face aux difficultés. Pour terminer, nous nous intéresserons à la crise liée à la Covid-19 et à ses implications pour les entreprises familiales.

### 1 Les fusions et acquisitions

Dans cette section, nous parlerons des différents modes de croissance qui s'offrent aux entreprises, et plus particulièrement à la croissance par des opérations de fusions et acquisitions. Nous aborderons ensuite les phénomènes de vague qui caractérisent les opérations de F&A, ainsi que les hypothèses sur leurs causes.

#### 1.1 Les modes de croissance des entreprises

Lorsqu'une entreprise cherche à se développer, elle fait le choix entre trois types de croissance : la croissance interne, la croissance externe et la croissance par alliances (Meier & Schier, 2009).

La croissance interne fait appel aux ressources que l'entreprise possède au préalable. Il s'agit d'utiliser ses ressources financières internes, ses propres capacités pour développer le plus souvent des produits qui sont existants ou des marchés sur lequel l'entreprise est déjà présente. Il s'agira donc pour l'entreprise de développer les activités dans lesquelles elle est déjà présente.

La croissance externe a pour but de prendre le contrôle de moyens de production déjà organisés et détenus par d'autres acteurs (Meier & Schier, 2009), et cela se fait entre autres par des opérations de fusions et acquisitions. Les F&A sont utilisées par tout type d'entreprises, aussi bien cotées que non cotées, afin de s'adapter à leur environnement ou de modifier leur stratégie. L'entreprise peut ainsi se procurer des ressources et capacités qu'elle ne possède pas encore mais qu'elle obtient au travers d'autres entreprises. Un avantage particulier de ce type de croissance est sa rapidité ainsi que la possibilité d'acquérir directement des savoir-faire sans devoir en supporter les coûts de développement. La croissance externe peut se faire pour des activités non liées, c'est-à-dire quand l'entreprise cherche à diversifier son activité. Mais elle peut aussi se faire pour des activités liées, et dans ce cas cela peut servir à racheter un concurrent par exemple, afin de réduire la pression sur un marché existant et d'augmenter le pouvoir de négociation de l'entreprise face à ses clients et fournisseurs.

Il faut également noter que croissance externe et F&A ne sont pas indissociables. Il est aussi possible de faire des F&A avec un objectif autre que la croissance externe, par exemple pour réorganiser des sociétés au sein d'un groupe.

Le troisième et dernier mode de développement est l'utilisation d'alliances stratégiques. Dans ces opérations, plusieurs entreprises mettent en commun leurs ressources communes ou complémentaires afin de réaliser des projets de développement spécifiques. Une fois l'objectif atteint, l'alliance peut être dissoute ou rachetée par une des parties prenantes.

## 1.2 Les différents types de F&A

Les F&A sont donc avant tout un mode de croissance externe. Ce terme générique de « fusions et acquisitions » reprend tout d'abord deux types d'opérations distinctes :

- Les fusions par lesquelles deux entreprises distinctes au départ n'en formeront plus qu'une. Lors d'une fusion, la cible est incorporée entièrement et les deux entités juridiques distinctes au départ n'en forment plus qu'une.
- Les acquisitions sont différentes car les deux entreprises resteront majoritairement deux entités juridiques distinctes. Il ne s'agit pas d'une absorption de la cible, comme dans une opération de fusion, mais davantage d'une prise de contrôle de cette

dernière. Aussi, une acquisition peut se faire pour la totalité ou uniquement pour une partie de la cible, tant que cette part est suffisante pour conférer le contrôle de l'entreprise. C'est donc la détention par l'acheteur d'une partie ou de la totalité des actions de la cible qui détermineront son niveau de contrôle.

On distingue quatre principaux types de F&A selon la proximité initiale entre les entreprises amenées à se regrouper, et selon l'objectif de ce rapprochement : horizontales ou de spécialisation, verticales, conglomerates ou de diversification et finalement concentriques (Meier & Schier, 2009). Les F&A horizontales se font entre entreprises concurrentes, qui offrent donc les mêmes produits ou services. Les F&A verticales se font entre entreprises qui interviennent sur différentes étapes du processus de production d'un même produit ou service. Elles peuvent se faire en amont ou en aval, c'est-à-dire avec un fournisseur ou un client. Les F&A conglomerates ont pour but de créer un groupe avec des activités diversifiées, et se font donc entre entreprises dont les activités n'ont pas de lien direct. Les F&A concentriques se font entre entreprises complémentaires, avec pour objectif d'étendre leur offre et d'élargir leur clientèle.

### 1.3 Les vagues de F&A

Les fusions et acquisitions ne se produisent généralement pas de manière isolée, mais par vagues. Il existe deux grandes théories qui s'opposent pour déterminer quelles sont les causes de ces vagues de F&A : la théorie néoclassique et la théorie comportementale. Harford (2005) a tenté de les départager, et est arrivé à la conclusion que c'est l'hypothèse néoclassique qui explique le plus les vagues de F&A. Il ajoute qu'en plus de la motivation économique, un deuxième facteur est nécessaire pour que des vagues se forment. Il s'agit de la présence de faibles coûts de transaction, qui permettront de générer un grand volume de transactions et donc des vagues.

#### 1.3.1 Hypothèse néoclassique

Selon l'hypothèse néoclassique, les vagues se produisent à la suite de chocs au sein de l'industrie, qui nécessitent une réallocation des actifs. Une condition supplémentaire nécessaire pour permettre cette réallocation est qu'il y ait assez de liquidités disponibles sur

le marché. Les actifs sont donc réalloués en utilisant des opérations de fusion et d'acquisition. Ces réallocations se retrouvent concentrées dans le temps car les managers réagissent aux chocs de façon simultanée, et car ils sont en compétition afin de former la meilleure combinaison d'actifs possible.

Un choc va donc générer une vague, mais uniquement s'il y a assez de cash disponible afin de réallouer les actifs au sein de l'industrie qui subit le choc, et si les coûts de transaction sont suffisamment faibles pour générer un grand nombre de transactions.

### *1.3.2 Hypothèse comportementale*

Selon cette hypothèse, les fusions et acquisitions sont le résultat du comportement opportuniste des managers, qui peuvent utiliser leurs actions momentanément surévaluées pour acheter des actifs d'autres entreprises momentanément sous-évaluées sur les marchés financiers. Les vagues de F&A seraient donc liées à des valeurs en bourse élevées de certaines entreprises par rapport à d'autres.

Encore une fois, cette forte valorisation des marchés financiers, pour générer des vagues de F&A, doit être accompagnée d'une liquidité suffisante du capital et de faibles coûts de transaction.

### *1.3.3 Formation d'une vague*

Les vagues passent par trois étapes pour se former : le développement, la diffusion et la dissipation (Auster & Sirower, 2002). Ces deux auteurs proposent un résumé des facteurs influençant chacune des étapes. Dans le cadre de notre recherche sur les opérations de F&A autour de la crise de la Covid-19, nous sommes plus particulièrement intéressés par les étapes de développement et de diffusion.

Le développement d'une vague est expliqué par :

- des facteurs macroéconomiques. Cela inclut des forces de nature technologique, économique, politique et sociale ;
- des facteurs de compétition. La nécessité de s'adapter à un marché en évolution constante peut amener les managers à opérer des opérations de F&A afin d'obtenir

rapidement les capacités nécessaires ou d'obtenir une taille critique afin de moins souffrir de la concurrence ;

- un haut niveau d'incertitude. Cette incertitude est amenée par des changements rapides et complexes dans l'environnement, et par un futur difficile à prédire. Dans ces environnements incertains, le statu quo peut être plus risqué que de se lancer dans des opérations de F&A. Les entreprises sont amenées à prendre des risques si elles veulent pouvoir s'adapter.

La diffusion des vagues est expliquée par :

- l'information disponible. Les entreprises décident de s'engager dans des opérations de F&A sur base des bénéfices qu'elles pensent pouvoir en tirer, comme des synergies ou un plus grand pouvoir de marché. Dans un environnement incertain, quand l'information est difficile à analyser et qu'il y a trop de facteurs à prendre en compte, les managers passent par des processus de simplification. Ces biais les poussent souvent à passer à l'action, ce qui peut expliquer la formation de vagues ;
- les effets d'agence. Les managers peuvent être trop confiants ou prendre des décisions qui leur profiteront au détriment de l'entreprise. Cela arrive surtout quand il y a une séparation entre les propriétaires et les managers de l'entreprise, et nous verrons que c'est moins le cas pour les entreprises familiales ;
- les acteurs externes. Toutes les entreprises de conseil qui entourent les opérations de F&A, comme les banques d'affaires ou les conseillers juridiques, ont intérêt à encourager les deals, en profitant de l'asymétrie d'information et de l'incertitude liée à l'environnement ;
- un effet d'imitation. Sous l'effet de leur réseau, ou parce que d'autres entreprises réputées se lancent dans des opérations de F&A, d'autres entreprises sont incitées à les imiter ;
- le sentiment de normalité. Une forte présence dans les médias, ou un grand nombre d'experts qui s'y intéressent peut créer le sentiment que procéder à des F&A est quelque chose de normal pour une entreprise.

Ces différents facteurs nous permettront de déterminer si, dans le cadre spécifique de notre recherche sur les opérations de F&A européennes autour de la crise de la Covid-19, le

contexte et l'environnement qui entoure les entreprises est propice ou non à la réalisation d'opérations de F&A.

## **2 Les entreprises familiales**

Cette deuxième section commencera par une définition de ce qu'est une entreprise familiale, suivie de leur présence ainsi que de leurs spécificités par rapport aux entreprises non-familiales.

### **2.1 Définition**

Il est d'abord important de définir ce qu'est une entreprise familiale, et quels sont les critères qui font qu'une entreprise est considérée ou non comme familiale.

Aktas et al. (2016) proposent un résumé de trois critères qui peuvent être utilisés pour définir une entreprise familiale. Ces trois critères sont : la proportion de l'entreprise que la famille possède, le niveau d'implication de la famille dans la gestion de l'entreprise, et finalement la culture de l'entreprise. Sur base de la combinaison de ces critères, ces auteurs nous donnent plusieurs définitions possibles d'une entreprise familiale :

- la définition de la « famille fondatrice » qui s'intéresse à la famille qui a créé l'entreprise, et si cette dernière possède un droit de vote significatif ou une participation dans le management ;
- la définition de la « propriété ultime », qui ne s'intéresse pas à la création de l'entreprise, mais regarde plutôt si une famille possède une participation assez importante pour lui conférer le contrôle de l'entreprise ;
- la définition de l'« Index F-PEC » développé par Astrachan et al. (2002) qui mesure l'influence d'une famille sur une entreprise en prenant en compte son pouvoir, son expérience et sa culture ;
- la méthode « continue » développée par Klein (2000) qui s'intéresse aux pourcentages de présence de la famille en ce qui concerne la propriété de l'entreprise, la participation au management et la participation au conseil d'administration.

Il faut également noter qu'ici, le terme famille signifie soit une personne individuelle, soit plusieurs personnes appartenant à la même famille.

Il existe donc plusieurs approches pour définir ce qu'est une entreprise familiale, mais c'est celle de la « propriété ultime » qui est la plus utilisée en pratique. Par exemple, Eugster (2015) utilise un seuil de 20% du droit de vote pour définir l'actionnaire majoritaire d'une entreprise, et donc pour déterminer si elle est ou non familiale, tout comme l'avaient fait La Porta et al. (1999). Aktas et al. (2016) utilisent quant à eux un seuil de 25 %, tout en précisant que le seuil générique varie en fonction des régions du monde. On utilise ainsi traditionnellement un seuil de 5 % aux Etats-Unis et un seuil qui varie entre 20 et 25 % en Europe.

## 2.2 Les entreprises familiales dans la population des entreprises

La Porta et al. (1999) ont été parmi les premiers à s'intéresser aux détenteurs des entreprises à travers le monde. Leur étude a permis de mettre en lumière que, contrairement à l'idée qui prédomine dans l'imaginaire collectif que les entreprises sont possédées par une multitude de petits actionnaires, la majorité des entreprises sont en réalité possédées soit par des familles, soit par l'Etat.

De plus, ces actionnaires dominants ont souvent un droit de contrôle dans l'entreprise proportionnellement plus grand que leur droit aux cash flows, déterminé par le nombre de parts qu'il possède, et cela grâce à l'utilisation de structures pyramidales qui permettent de démultiplier leur pouvoir, ainsi que par une participation active dans le management de l'entreprise. Ces actionnaires sont aussi souvent actifs au niveau de la gouvernance de l'entreprise. Pour toutes ces raisons, ils exercent une grande influence sur l'entreprise.

Parmi la population des entreprises dans le monde, 30 % sont contrôlées par des familles (La Porta et al., 1999). Et dans ces entreprises familiales, dans 69% des cas, la famille prend également une part active dans le management. Ces chiffres concernent les entreprises au niveau mondial, mais il faut noter qu'ils sont encore plus importants au niveau européen. A titre d'exemple, Eugster (2015) a mené une étude sur un échantillon d'entreprises suisses. Il a trouvé que lorsqu'un actionnaire majoritaire était présent au sein de l'entreprise, il s'agissait dans plus de 50% des cas d'une famille.

Nous voyons donc que les entreprises familiales représentent une proportion non négligeable dans la population de entreprises, et que les familles présentes à leurs têtes exercent un réel pouvoir sur ces dernières. Il est donc intéressant d'étudier le groupe spécifique des entreprises familiales pour en évaluer les différences avec les autres entreprises, et savoir comment une famille exerce son pouvoir sur une entreprise.

## 2.3 Spécificités des entreprises familiales

### 2.3.1 *La concentration de l'investissement*

Les familles sont très différentes des petits actionnaires qui possèdent un large portfolio de différentes participations dans des entreprises, qui leur permettent d'éliminer une grande partie du risque lié à leurs investissements. En effet, Eugster (2015) nous apprend que dans le cas des entreprises familiales, les familles ont souvent une large majorité de leur argent et actifs investis dans leur entreprise. De ce fait, si ces familles souhaitent diversifier et réduire leur risque, le seul moyen de le faire est de diversifier l'entreprise elle-même, par l'ajout d'activités différentes de leur « core business ».

Dans le cadre de notre recherche sur les F&A, il sera donc intéressant d'évaluer si les entreprises familiales, quand elles se retrouvent en position d'acquéreur, préfèrent viser des cibles appartenant à leur secteur d'origine, ou si elles préfèrent viser des cibles opérant dans des secteurs non liés afin de diversifier leur activité et de réduire leur risque.

Il sera également intéressant d'évaluer la géographie de ces transactions, car opérer des F&A dans d'autres pays permet également de réduire le risque en étant exposé à des environnements différents. En effet, les décisions prises par un gouvernement par exemple peuvent avoir des impacts sur l'activité d'une entreprise.

### 2.3.2 *La vision long terme et la transmission de l'entreprise*

Dans les entreprises non-familiales, la culture appartient à l'entreprise elle-même, ce qui permet une transition plus aisée d'un manager ou dirigeant au suivant. Ce n'est pas le cas dans les entreprises familiales, dont la culture est très marquée par la famille en place, ce qui rendra la transition vers un manager externe à la famille difficile. La culture peut aussi être

marquée par un membre de la famille qui est le manager principal, ce qui rendra la transition vers un autre membre de la famille également difficile (Wright & Kellermanns, 2011). Cela nous montre une nouvelle fois l'influence qu'exercent les familles sur leurs entreprises. Il y a une différence de gouvernance entre les entreprises familiales et les autres, et cela varie aussi selon que l'entreprise familiale soit privée ou cotée. Par exemple, dans de petites entreprises familiales, il arrive que le conseil d'administration ne serve qu'à confirmer l'avis de la famille, sans réellement avoir de pouvoir indépendant car la famille propriétaire de l'entreprise exerce déjà un pouvoir trop important.

D'après Wright & Kellermanns (2011), une autre spécificité des entreprises familiales est qu'à côté des objectifs économiques logiquement présents dans toute entreprise, elles ont aussi des objectifs non économiques spécifiques. Une spécificité qui réunit toutes les entreprises familiales est un désir commun de transmettre l'entreprise aux générations suivantes. Dans cette transmission, la culture insufflée par le fondateur joue un rôle important. Elle peut soit faciliter la transition soit la rendre plus difficile, mais on observe souvent une diminution de la performance entre la première génération et la suivante. En plus de l'influence de la famille, un membre spécifique de cette dernière peut avoir un pouvoir très important dans une entreprise familiale. Nous développerons cette notion d'objectifs non économiques plus en détail lorsque nous parlerons des entreprises familiales dans le cadre des F&A.

Finalement, Damodaran (2011) nous donne plus d'explications sur l'influence d'un actionnaire majoritaire au sein d'une entreprise. La présence d'un actionnaire majoritaire dans le management d'une entreprise – ce qui est le cas des entreprises familiales, justement définies par le fait qu'une famille possède la majorité au sein de l'entreprise – est un frein à une acquisition ou à un changement de management. Les CEO fondateurs des entreprises, qui ont la majorité et ne sont donc pas inquiétés par des investisseurs extérieurs, sont sous l'influence d'effets d'agence, en plus de leur tendance à centraliser le pouvoir et à commettre des erreurs.

### *2.3.3 Les effets d'agence*

La littérature sur les effets d'agence lors d'opérations de F&A s'est traditionnellement intéressée aux managers, avec les effets d'« hubris » et d'« overconfidence » ou « ego » qui sont les effets d'agence par lesquels les managers suivent leur intérêt personnel au détriment des propriétaires de l'entreprise.

Miller et al (2010) nous disent qu'il y a deux motivations principales qui peuvent venir du management et mener aux problèmes d'agence « traditionnels » :

- L'utilisation des ressources de l'entreprise pour procéder à des acquisitions qui augmenteront leurs avantages personnels, et cela au détriment des propriétaires de l'entreprise.
- Les effets d'« hubris » et d'« overconfidence » qui peuvent amener les managers à payer trop cher pour une cible, par exemple car ils ne la connaissent pas assez bien et qu'ils surestiment leur capacité à l'intégrer.

Mais dans le cadre des entreprises familiales, ces effets d'agence sont moins présents car les propriétaires sont souvent aussi managers. Ce qui est important dans le cadre des entreprises familiales n'est pas tant les managers mais plutôt les propriétaires, qui sont souvent présents en majorité dans le management. Cette différence amène à considérer des effets d'agence différents lorsqu'on analyse des entreprises familiales. Dans le cas des entreprises familiales, les décisions seront davantage influencées par les objectifs de la famille et son aversion au risque. Une des motivations importantes des entreprises familiales est la volonté de transmettre l'entreprise aux générations futures. Cela différencie les entreprises familiales des autres entreprises, et rajoute de nouvelles contraintes qui influenceront les décisions.

Avec tout le pouvoir qu'elles concentrent au sein de leurs entreprises, les familles auront aussi un impact, par leurs décisions stratégiques, sur l'évolution de cette dernière. Ainsi, Franks et al. (2012) étudient le rôle que jouent les dirigeants des entreprises, et plus particulièrement en ce qui concerne leurs stratégies de F&A, sur la dilution du pouvoir de la famille au cours du temps. Ils trouvent ainsi qu'au sein de secteurs caractérisés par une forte activité de F&A, les entreprises familiales sont moins présentes, car elles ont perdu leur pouvoir au cours du temps en étant diluées petit à petit à la suite du paiement d'opérations en utilisant des actions. Le niveau de propriété des familles diminue aussi davantage au

cours du temps dans les pays où les marchés sont plus développés, cette évolution a donc été par exemple plus marquée au Royaume-Uni qu'en Europe continentale. Les opérations de F&A représentent donc aussi bien une opportunité qu'une menace pour les entreprises familiales. Elles peuvent leur être bénéfiques au niveau stratégique, mais peuvent représenter un danger pour le caractère familial de l'entreprise.

### **3 Les entreprises familiales dans le contexte des F&A**

Cette section parlera des caractéristiques des opérations de fusions et acquisitions impliquant des entreprises familiales. Nous commencerons par la propension à réaliser de telles opérations ainsi que le choix du mode de paiement et de la cible. Nous aborderons ensuite un problème propre aux entreprises familiales, qui est le dilemme entre la richesse financière et la richesse socio-émotionnelle. Nous parlerons finalement de la performance de ces F&A impliquant des entreprises familiales, et nous aborderons le thème de la succession qui est important pour les entreprises familiales étant donné leur désir de transmettre l'entreprise aux générations suivantes.

#### **3.1 Typologie des F&A impliquant des entreprises familiales**

##### *3.1.1 La propension à réaliser de telles opérations*

Une première question est de savoir si les entreprises familiales sont ou non attirées par de telles opérations.

Eugster (2015) ou Miller et al. (2010) ont montré que la probabilité qu'une entreprise s'engage dans une opération de F&A est plus faible pour une entreprise familiale que pour une entreprise non-familiale, et plus la part de la famille est importante, plus cette probabilité diminue. La probabilité est également plus faible quand la famille est composée d'une seule personne, ou lorsque la famille est présente dans le management de l'entreprise. Cela peut s'expliquer par le fait que les entreprises familiales ont des dirigeants impliqués dans le management, ce qui réduit les asymétries d'information et rend donc les acquisitions opportunistes de la part des managers moins probables.

Un autre phénomène est l'enracinement des dirigeants qui veulent éviter de prendre des risques. Basu et al. (2009) ont montré que les familles qui ont un plus faible niveau de propriété sont plus enracinées, alors que celles qui ont un plus fort niveau de propriété sont capables de mieux aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires minoritaires.

### *3.1.2 Le choix du mode de paiement*

Vient ensuite la question du mode de financement de ces opérations. Les deux modes de financement traditionnels étant par de la dette / du cash ou en utilisant des actions de l'entreprise acquéreuse.

Les entreprises familiales sont souvent plus endettées que les autres entreprises, car le fait d'utiliser de la dette permet à ces entreprises de ne pas avoir à vendre des parts pour récupérer le cash nécessaire à la diversification et à investir dans d'autres actifs, et cela permet à la famille de ne pas diluer son pouvoir (Aktas et al., 2016). Les entreprises familiales préféreraient donc utiliser du cash pour financer leurs opérations de F&A, par opposition à l'utilisation d'actions.

Ce résultat est confirmé par Sirmon & Hitt (2003) qui trouvent que les entreprises familiales profitent moins des opportunités de financement externe de manière générale car elles ne veulent pas partager leur propriété avec d'autres personnes qui ne seraient pas des membres de la famille. Elles ont donc moins tendance à utiliser des actions pour payer leurs transactions, ou à en émettre pour récolter des liquidités. Ces auteurs trouvent également que grâce aux objectifs long termes et au désir de transmission fortement marqué dans les entreprises familiales, ces dernières sont capables de mieux gérer leurs liquidités sur le long terme.

Basu et al. (2009) montrent que les entreprises familiales qui ont un plus faible niveau de possession de l'entreprise ont également plus tendance à utiliser du cash, une nouvelle fois pour éviter la dilution. Ils montrent également que les acquisitions génèrent plus de valeur lorsque l'acquéreur a un plus grand niveau de propriété de la part de la famille, et que la cible a un plus petit niveau de propriété familiale. Les opérations générant le plus de valeur seraient donc celles par lesquelles une entreprise familiale acquiert une entreprise non-familiale.

Les entreprises familiales sont donc plus enclines à utiliser du cash afin d'éviter l'effet de dilution et nous retrouvons donc une nouvelle fois l'idée d'objectifs non économiques. L'utilisation de cash permet à la famille de garder son pouvoir sur l'entreprise, et de poursuivre ses objectifs spécifiques comme la transmission à la génération suivante par exemple.

### *3.1.3 Le choix de la cible*

Lorsque des entreprises familiales s'engagent dans des opérations de F&A, un argument important est la taille de la cible.

Les entreprises familiales ont moins recours aux F&A que les autres entreprises, car cela mène à une dilution de leur part de propriété dans l'entreprise (Shim & Okamuro, 2011). Elles ont peur d'une perte de contrôle, et cette perte de contrôle va justement dépendre de la taille de la cible. Les managers auront donc tendance à choisir des cibles assez petites afin de garantir leur contrôle sur l'entreprise après l'opération. Les entreprises familiales qui ont un plus grand niveau de propriété auront donc plus tendance à faire des F&A, car elles prendront moins de risque de dilution. Mais si la famille n'a pas à l'origine une position de contrôle, car sa propriété est trop faible, alors cet effet ne joue pas et la probabilité de réaliser une opération sera la même que pour une entreprise non-familiale.

Deux autres aspects importants quand une entreprise acquéreuse choisit une cible concernent la question du secteur et de la géographie. En effet, un acquéreur peut choisir de viser un secteur et une zone géographique connue, ce qui rendra la réalisation de l'opération et l'intégration plus facile, ou bien de se diversifier afin de réduire le risque lié à son activité de base.

Miller et al. (2010) trouvent que les entreprises familiales s'engagent davantage dans des opérations de F&A non liées. Ils partent de l'idée que les entreprises familiales, afin de garantir la transmission, ont besoin de garder leur richesse concentrée dans leur entreprise. Et le meilleur moyen de réduire leur risque est de se diversifier. Mais elles ne peuvent pas vendre des parts de leur entreprise afin de dégager des liquidités qui serviront à acquérir des parts dans d'autres entreprises, car cela leur ferait perdre une partie de leur contrôle sur leur entreprise d'origine. Le meilleur moyen de diversifier leur risque est donc de procéder à

des acquisitions qui permettent la diversification de l'entreprise en elle-même. L'entreprise sera par conséquent active dans plusieurs secteurs, différents de son activité d'origine. Aktas et al. (2016) tempèrent ce résultat en fonction de l'endettement de l'acquéreur. Ils ont étudié la relation entre le fait qu'une entreprise soit dirigée par une famille et la probabilité que cette entreprise s'engage dans une acquisition de diversification, dans un échantillon d'entreprises européennes entre 1990 et 2013. Leurs résultats montrent d'abord que les entreprises familiales réalisent moins d'opérations de diversification que les entreprises non-familiales. Ils introduisent ensuite l'effet de l'endettement, qui représente l'attachement de la famille au contrôle de l'entreprise, les familles davantage attachées au contrôle étant plus endettées. Ils trouvent que les entreprises qui sont plus fortement endettées ont tendance à faire des acquisitions au sein d'autres secteurs. car cela leur permet de se diversifier et donc de diminuer le risque pour la famille propriétaire de l'entreprise.

Ce résultat concernant la diversification du secteur est également relativisé par Defrancq et al. (2016). Ces auteurs ont étudié les transactions européennes entre 2005 et 2013 et trouvent des résultats opposés en fonction de la part de possession de la famille dans l'entreprise. Ainsi, si la part de la famille est inférieure à 50 %, les entreprises familiales auront tendance à réaliser des opérations de F&A dans des secteurs liés. A l'inverse, quand la part de la famille est supérieure à 50 %, les entreprises familiales se tournent davantage vers des opérations dans des secteurs non liés, et ce afin de protéger leur richesse financière et socio-émotionnelle.

Ossorio (2019) s'intéresse quant à lui à la géographie des opérations. Il étudie un échantillon sur la période 2015-2017 pour déterminer si les entreprises familiales réalisent ou non davantage de transactions internationales par rapport aux entreprises non-familiales. Cet élément est important car le fait de réaliser des opérations internationales, en plus de permettre une diversification, permet aussi de profiter d'opportunités de croissance quand l'économie domestique manque de dynamisme, et la croissance est nécessaire à la survie des entreprises familiales. Cependant, cet auteur trouve que les entreprises familiales réalisent moins d'opérations internationales que les entreprises non-familiales. Cela peut s'expliquer par les caractéristiques spécifiques aux entreprises familiales. L'intégration de la cible, surtout si elle est davantage éloignée culturellement, est difficile à réaliser dans un

contexte familial car le style de management peut être fortement marqué par la famille en place.

## 3.2 Spécificités des F&A impliquant des entreprises familiales

### 3.2.1 *Le dilemme de l'aspect financier et de l'aspect socio-émotionnel*

Un des aspects qui différencie les entreprises familiales des entreprises non-familiales est qu'elles font face à deux problèmes d'utilité : l'utilité financière et l'utilité socio-émotionnelle (Gomez-Mejia et al., 2018). Cette double influence les amène à évaluer des aspects différents lorsqu'elles s'engagent dans des opérations de F&A.

L'aspect socio-émotionnel reprend les attachements émotionnels, sociaux et affectifs que les dirigeants ont pour leur entreprise. Ceux-ci reprennent par exemple la capacité à transmettre l'entreprise aux générations suivantes, la réputation de l'entreprise, ou les relations qu'elle a su nouer avec des parties externes. Les dirigeants des entreprises familiales sont aussi plus liés et attachés à leur entreprise car ils l'ont souvent créée eux-mêmes ou l'ont héritée de leur famille. Cela contraste avec les objectifs des dirigeants des entreprises non-familiales, qui sont plus susceptibles d'être motivés par des aspects financiers ou de richesse et prestige personnel.

Les entreprises familiales vont donc, quand elles développent leur stratégie, tenir compte de ces aspects socio-émotionnels en plus des aspects financiers qui sont l'affaire de toute entreprise. Cela aura un impact sur leurs stratégies de F&A, mais également sur les décisions que les entreprises familiales prendront en période de crise comme nous le verrons dans la quatrième section.

### 3.2.2 *La cession de l'entreprise dans le cas d'une succession*

Des opportunités de F&A d'entreprises, plus spécifiques aux entreprises familiales, apparaissent également lorsque ces dernières sont à la recherche d'une personne pour assurer la succession. En effet, bien que les entreprises familiales souhaitent souvent garder l'entreprise dans la famille, il arrive que cela ne soit pas possible et que la famille décide de vendre ses parts.

Selon Klasa (2007), les raisons qui poussent une famille à vendre ses parts sont principalement le fait qu'il n'y ait pas de personne qualifiée dans la famille pour reprendre l'entreprise quand le dirigeant part en retraite, et lorsque la famille ne veut pas supporter la charge de voir arriver un manager externe, elle préfère alors vendre ses parts et se retirer. Aussi, ces familles préféreront vendre leur entreprise à quelqu'un qui l'achète dans son entièreté. Cela permet de rendre la vente plus facile dans le cas où la propriété est dispersée entre plusieurs membres de la famille. Le fait d'acquérir l'entreprise en entier offre aussi plus d'opportunités de synergies.

De Massis et al. (2008) et Lockamy et al. (2016) trouvent d'autres causes. Il peut arriver que les successeurs potentiels au sein de la famille déclinent l'offre, ou que la coalition dominante au sein du management rejette les successeurs venant de la famille.

Le mode de succession aura également un effet sur la performance de l'entreprise. Cucculelli & Micucci (2008) ont conduit une étude sur des entreprises familiales italiennes dans le cadre de la succession. Ils ont découvert que garder le management au sein de la famille a un effet négatif sur la performance. En effet, une grande partie de la surperformance des entreprises familiales vient du fondateur, dont le talent est d'autant plus important que le secteur dans lequel l'entreprise évolue est compétitif. Après une succession, les entreprises qui restent dans la famille auront une moindre performance comparée à celles qui seront gérées par un manager externe, car ce dernier aura moins de difficultés à opérer des changements nécessaires.

### *3.2.3 L'identification des opportunités*

La capacité des entreprises à opérer des F&A dépend aussi de leur capacité à identifier les opportunités qui se présentent. Encore une fois, les entreprises familiales présentent des spécificités par rapport aux autres entreprises.

Les entreprises familiales et leur manière de fonctionner présentent des avantages qui leur permettent de mieux rechercher, identifier et exploiter les opportunités que les entreprises non-familiales (Patel & Fiet, 2011).

La recherche et l'identification d'opportunités nécessite d'utiliser toutes les informations disponibles en interne ainsi que les informations externes à l'entreprise, et pour cela la communication au sein de l'entreprise est importante. Dans les entreprises familiales, les relations spécifiques entre les membres de la famille leur permettent de mieux collaborer et de mettre plus efficacement leurs connaissances en commun afin d'identifier des opportunités. Les liens entre les membres de la famille et leurs objectifs non-économiques communs les amènent également à collaborer plus efficacement et à partager leurs informations, ce qui créera une base de connaissance commune et importante dans l'entreprise. Cela est moins le cas dans les entreprises non-familiales, où les managers peuvent avoir des objectifs personnels distincts qui les poussent à retenir des informations afin de les utiliser à leur bénéfice personnel au détriment de l'entreprise dans son ensemble. Cette capacité des managers des entreprises familiales à combiner leurs différentes connaissances leur permet finalement de trouver des opportunités de développement plus prometteuses que les autres entreprises.

L'exploitation d'opportunités demande de réagir rapidement car ces dernières sont souvent de courte durée, surtout dans un environnement incertain. Cette vitesse de réaction sera en partie déterminée par la capacité de l'entreprise à rassembler de l'information et des savoirs afin de prendre des décisions rapidement, ce qui rejoint le paragraphe précédent, mais d'autres éléments sont à prendre en compte. Par exemple, des décisions peuvent être prises plus rapidement car dans une entreprise familiale, ce qui est pris en compte est l'impact long terme de la décision sur l'entreprise dans son ensemble, et non l'impact court terme pour chaque individu. Ainsi, si une entreprise familiale décide de se lancer dans une F&A, ce qui sera pris en compte est surtout l'impact long terme sur la propriété de la famille, et non sur la propriété de chaque membre de la famille. Cette convergence des objectifs permet de prendre des décisions plus rapidement.

Un autre facteur important dans la capacité des entreprises à exploiter les opportunités est l'organisation de leur équipe de managers (De Massis et al., 2021). Identifier des opportunités n'est pas suffisant, il faut ensuite passer à l'action pour les exploiter, et cela demande de prendre des risques et d'y consacrer des ressources. Ces auteurs trouvent que les entreprises familiales sont plus réticentes que les autres à exploiter les opportunités qui se présentent. Cependant, les réalités sont très variables au sein de la population des

entreprises familiales, et cela peut s'expliquer par l'organisation de leur management. Les entreprises familiales ont des structures de management moins formelles, et plus centrées autour du CEO, qui est souvent un membre de la famille. Ces entreprises sont plus ancrées dans la tradition, et sont réticentes à prendre des risques ou à opérer des changements. Elles ne veulent pas prendre de risque pour la richesse investie dans leur entreprise, et finalement exploitent moins d'opportunités. Cette centralisation est aussi permise par le fait que les intérêts des différents membres de la famille convergent et se réunissent en un objectif commun pour l'entreprise.

En résumé, malgré leurs avantages en termes d'alignement d'objectifs et de facilité de communication qui leur permettent d'identifier plus d'opportunités, les entreprises familiales les exploitent moins en raison de l'organisation de leur équipe de management qui est plus centrée sur le CEO (De Massis et al., 2021).

### 3.3 Performance des F&A impliquant des entreprises familiales

Il est connu que les opérations de F&A sont controversées car il arrive souvent qu'elles se soldent par une destruction de valeur ou du moins par une performance moindre par rapport à ce qui était espéré, et ce par exemple à cause de la difficulté à réaliser les synergies attendues ou de la difficulté d'intégrer les deux entreprises et à les faire travailler ensemble. Les F&A produisent généralement une valeur positive autour de leur annonce, mais uniquement pour l'entreprise cible ; l'entreprise acquéreuse fait face à une perte de valeur aussi bien au moment de l'annonce de l'opération que dans le long terme (Auster & Sirower, 2002). Vient donc la question de savoir si les F&A menées par les entreprises familiales performant mieux ou moins bien que les autres.

Adhikari & Sutton (2016) ont étudié la performance long terme des fusions impliquant des entreprises familiales. Leurs résultats montrent que la performance long terme post-fusion est meilleure pour les entreprises familiales que pour les autres entreprises. Les entreprises familiales font également de meilleures acquisitions, car elles arrivent à mieux négocier les deals, et également car elles arrivent à mieux gérer l'intégration.

Cette meilleure performance est une nouvelle fois influencée par les différents problèmes d'agence auxquels font face les entreprises familiales. En effet, les entreprises familiales, par

définition, sont caractérisées par un actionnaire principal qui est la famille, et plusieurs actionnaires minoritaires. Grâce à cette présence d'un actionnaire dominant, les problèmes d'agence entre les actionnaires et le management seront moins importants, d'autant plus que souvent les familles sont actives dans le management, et il y a donc peu de séparation entre la détention et le management, ce qui réduit d'autant plus ce problème d'agence (Adhikari & Sutton, 2016).

Une explication supplémentaire sur cette surperformance est le phénomène de « behavioral integration » présent au sein des entreprises familiales (Rosenkranz & Wulf, 2019). Ce phénomène est basé sur l'interaction informelle des membres de la famille entre eux et avec le management de l'entreprise. Le fait que les différents acteurs poursuivent des objectifs communs leur permet de collaborer plus efficacement, de s'échanger des informations et de prendre les décisions ensemble, ce qui a un impact positif sur la performance. Cet effet est d'autant plus fort que l'implication de la famille dans le management est importante, car cela favorise encore plus l'alignement des objectifs et donne une vision plus long terme à l'entreprise, avec toujours cet objectif d'en préserver le caractère familial. Cela rejoint les facteurs expliquant la capacité des entreprises familiales à identifier les opportunités.

Un autre problème d'agence auquel les entreprises familiales pourraient être confrontées est que l'actionnaire majoritaire prenne des décisions au détriment des actionnaires minoritaires. Cependant, des auteurs comme Aktas et al. (2016) ont montré que ce n'est pas le cas. Ce résultat est également confirmé par Adhikari & Sutton (2016) qui montrent que les entreprises familiales ne font pas d'acquisitions dans d'autres secteurs uniquement pour diversifier leur portfolio et réduire le risque pour leur richesse personnelle. En effet, ces diversifications permettent aussi de créer de la valeur en réduisant leur coût d'accès au capital. Cela leur permet également de choisir parmi un large panel les projets qui créeront le plus de valeur, ce qui leur permet de réaliser de meilleures opérations.

#### **4 Le contexte de crise et les entreprises en difficultés**

Comme expliqué plus haut, les entreprises sont soumises aux chocs au sein de leur environnement, et il s'agit d'ailleurs d'une des causes de la formation des vagues de F&A. Ces situations de crises sont source de danger mais aussi d'opportunités. La récente crise

liée à la Covid-19 représente une secousse importante qui a particulièrement impacté certains secteurs, nous pouvons prendre pour exemple les activités qui touchent au voyage ou au service aux personnes.

Dans le contexte des crises, de nombreuses entreprises peuvent malheureusement se retrouver en difficultés, et peuvent donc aussi représenter des cibles faciles pour des entreprises qui ont mieux su résister et sont à la recherche d'opportunités de développement.

Cette section analyse comment les entreprises font face à ces chocs dans leur environnement, et comment elles peuvent justement les exploiter pour en tirer profit. Elle développe ensuite un élément déjà mentionné, qui est le dilemme des entreprises familiales entre la richesse financière et la richesse socio-émotionnelle, mais cette fois dans le contexte de crise.

#### 4.1 Choc dans l'environnement externe

Quand une secousse se produit dans l'environnement d'une entreprise, cela a pour premier impact de modifier les ressources qui lui sont disponibles. Ces changements peuvent rendre la stratégie des entreprises dépassées, et elles devront rapidement s'adapter à ce nouvel environnement si elles veulent survivre.

En ce sens, une crise représente aussi bien une menace qu'une source d'opportunités pour les entreprises, à condition qu'elles sachent les identifier et les exploiter. Un type d'opportunités est l'acquisition d'entreprises. Une acquisition peut permettre à une entreprise de s'adapter à un choc, car cela peut lui fournir des ressources ou des savoir-faire qui l'aideront à s'adapter à cet environnement qui est en train de changer.

Wan & Yiu (2009) ont étudié l'impact de la marge de manœuvre dont peut disposer une entreprise, c'est-à-dire les ressources dont elle dispose en excès de ce qui lui est nécessaire pour ses opérations immédiates et qui lui permet de s'adapter à des pressions internes ou externes et à adapter sa stratégie rapidement, dans le contexte d'un choc de son environnement. Cette marge de manœuvre est très utile en cas de choc, car l'environnement fournit moins de ressources. Elle améliore alors la performance d'une

entreprise pendant un choc, ce qui lui permet d'envisager des acquisitions. On peut cependant noter qu'en dehors de ces périodes de chocs, la présence d'une marge de manœuvre peut avoir un effet négatif sur la performance des entreprises, qui auront tendance à gaspiller des ressources ou de manière plus générale à être moins prudentes dans leurs choix de stratégie. Un autre effet pervers de cette marge de manœuvre est d'encourager les managers à l'utiliser pour arriver à des objectifs personnels, et donc à réaliser des opérations de F&A ou de manière générale des stratégies qui ne bénéficieront pas à l'entreprise ; par exemple l'acquisition de cibles surévaluées ou difficiles à intégrer.

Mais lors d'une période de crise, cette marge de manœuvre permet de facilement acquérir des actifs bon marché auprès d'entreprises en difficultés. Ces ressources disponibles immédiatement permettent donc à l'entreprise de réagir plus vite et donc de mieux profiter des opportunités. Wan & Yiu (2009) trouvent d'ailleurs que les acquisitions sont bénéfiques pour l'entreprise pendant un choc dans l'environnement. La marge de manœuvre a donc un impact positif pendant un choc car elle permet de faciliter ces opérations. Pendant une crise, il est plus efficace de faire évoluer sa stratégie que de rester statique, et la présence d'une marge de manœuvre permet justement à l'entreprise d'être dynamique.

#### 4.2 Dilemme entre la richesse financière et socio-émotionnelle

Nous avons parlé plus haut du dilemme auquel les entreprises familiales font face, entre la richesse financière et la richesse socio-émotionnelle. Nous allons maintenant parler des effets de ce dilemme lorsque l'entreprise se trouve dans une situation de crise.

Quand une entreprise familiale se retrouve dans une situation de crise, et qu'elle est menacée, les dirigeants de cette entreprise n'ont d'autre choix que de favoriser l'aspect financier. Pour garantir la survie de leur entreprise, ils sont amenés à prendre des risques et à parfois devoir négliger l'aspect socio-émotionnel (Gomez-Mejia et al., 2018).

Cela peut notamment les amener à devoir diversifier leur portefeuille d'activités, afin de créer de nouvelles sources de revenus et de diversifier leur risque. Le problème est que procéder à des acquisitions, et en particulier des acquisitions non liées dans un but de diversification, se fait au détriment de l'aspect socio-émotionnel. Cela peut en effet diminuer

la part de contrôle de la famille, impacter son image et son identité ou encore changer sa relation avec les acteurs externes.

Pour ces raisons, Gomez-Mejia et al. (2018) trouvent que les entreprises familiales, en plus d'être réticentes à réaliser des opérations de F&A, préfèrent acquérir des cibles liées en temps normal. Cependant, en temps de crise, les entreprises familiales accorderont plus d'importance à l'aspect financier en cas de menace pour l'entreprise, et par conséquent réalisent davantage d'opérations non liées. L'aspect financier sera une priorité car la survie de l'entreprise en dépend, et si l'entreprise disparaît, ils auront perdu autant l'aspect financier que socio-émotionnel. L'entreprise est obligée de satisfaire ses obligations financières pour pouvoir profiter de l'aspect socio-émotionnel. En cas de crise, les entreprises familiales peuvent donc être amenées à sacrifier en partie leur richesse socio-émotionnelle afin de garantir une richesse financière suffisante.

La marge de manœuvre dont dispose l'entreprise intervient également dans la décision de réaliser une opération liée ou non. En effet, une opération de F&A non liée amène à une diminution de la richesse socio-émotionnelle pour les familles. L'intégration de cibles non liées demande un grand effort et souvent de la restructuration, qui diminue le contrôle de la famille. Cela rend aussi les relations que la famille a su nouer avec les acteurs externes moins valorisables, car elle devra créer de nouvelles relations liées à cette nouvelle activité. Et finalement, ce type d'acquisition nécessite souvent de faire appel à des managers externes pour gérer la nouvelle activité, car la famille peut ne pas posséder les compétences nécessaires. Ces acquisitions de diversification sont donc bénéfiques pour la richesse financière, mais se font au détriment de la richesse socio-émotionnelle en ce qui concerne les entreprises familiales. Gomez-Mejia et al. (2018) prédisent donc que ces dernières feront plus d'opérations liées si elles disposent d'une marge de manœuvre suffisante qui leur permet de se sentir suffisamment en sécurité. Cependant, si leur marge de manœuvre est trop faible, elles s'engageront davantage dans des acquisitions non liées afin de diversifier leur risque en période de crise.

Par opposition à Miller et al. (2010) qui trouvent que les entreprises familiales préfèrent réaliser des opérations non liées, mais plus en accord avec Aktas et al. (2016), Gomez-Mejia et al. (2018) trouvent donc que les entreprises familiales réalisent des opérations non liées

quand elles se retrouvent en période de crise, et qu'elles sont contraintes à privilégier leur richesse financière par rapport à leur richesse socio émotionnelle. Cependant, en temps normal et lorsque leur marge de manœuvre le leur permet, elles préfèrent réaliser des opérations liées afin de préserver leur richesse socio émotionnelle.

## **5 La crise de la Covid-19 et ses effets sur les F&A**

Dans cette section, nous nous intéressons à la situation liée à l'épidémie de Covid-19 et à son impact sur la réalisation de F&A en Europe. Dans un deuxième temps, nous nous intéressons à ce que cette crise implique pour les entreprises familiales.

### **5.1 Les F&A en 2020**

L'année 2020 a vu son environnement bouleversé par la crise de la Covid-19. L'année a commencé comme toutes les autres, mais a vu la crise sanitaire arriver en Europe aux mois de février et mars. Alors qu'elle a paralysé le continent pendant les mois suivants, un espoir est arrivé en fin d'année avec les premiers vaccins. Cette section s'intéresse à la manière dont le marché des F&A a vécu cette année particulière. Nous nous basons ici sur les rapports publiés chaque quadrimestre par PitchBook sur les F&A en Europe.

L'année 2020 a commencé avec une forte activité pour les F&A, car beaucoup de transactions négociées en 2019 sont arrivées à terme en début d'année 2020. Mais avec l'arrivée de la Covid-19, la suite du premier quadrimestre a été chamboulée et l'activité de F&A a diminué, en partie à cause de l'annulation ou de l'arrêt temporaire de transactions qui étaient prévues. De nombreuses difficultés s'ajoutent à cela :

- pour beaucoup d'entreprises, leur priorité n'est plus la croissance par voie de F&A, mais plutôt la gestion de la crise et la survie ;
- les confinements, les distanciations sociales et les impossibilités de voyager. En effet, la négociation de F&A se fait traditionnellement à travers de nombreuses interactions entre les personnes impliquées, qui sont souvent devenues impossibles ;
- les autorités des différents pays ayant d'autres priorités que l'approbation des F&A, il est devenu plus long d'obtenir l'autorisation d'opérer une transaction ;

- certains pays ont décidé de protéger leurs secteurs en difficultés en rendant les F&A par des entreprises étrangères impossibles ;
- l'évaluation des cibles est devenue compliquée car il y a beaucoup d'incertitude. L'évaluation d'une entreprise étant principalement basée sur ses cash flows futurs, il est difficile d'en évaluer la valeur en temps de crise.

L'impact de la crise est cependant différent selon les secteurs. Par exemple, les activités d'accueil ou de service aux personnes ou encore de voyage ont longtemps été en déclin en raison des impératifs de limitation de la propagation du virus. Un autre secteur en difficulté est le secteur de l'énergie, à cause de la chute dans la demande de pétrole. Cependant, des secteurs comme les services informatiques et la cybersécurité sont en expansion grâce à toutes les activités qui se développent en ligne, car cela constitue souvent la seule alternative possible face à la fermeture des commerces physiques. Des transactions sont encore considérées par les entreprises pour différentes raisons :

- certaines n'ont pas le choix que de prendre des risques pour tenter de se sauver ;
- des entreprises qui sont parvenues à rester en bonne santé peuvent trouver de nombreuses opportunités d'investissement dans des entreprises ayant perdu de la valeur ou qui sont en difficultés ;
- certaines entreprises en difficultés peuvent être amenées à vendre des branches d'activité rentables et en bonne santé afin de récolter du cash pour faire face à leurs obligations financières ;
- les investisseurs professionnels disposent d'énormément de cash qui pourra être utilisé pour réaliser des transactions ;
- alors que les transactions internationales sont compromises en raison des restrictions de voyage, les F&A domestiques pourraient être moins impactées car les entreprises devront opérer plus localement.

Durant le deuxième quadrimestre, alors que les premiers confinements se terminaient en Europe et que les commerces commençaient à rouvrir, les F&A ont connu un regain d'intérêt, et ce malgré la peur d'une deuxième vague de contamination à la Covid-19. Deux secteurs ayant connu beaucoup de F&A durant cette période sont les soins de santé et les services business-to-business ainsi que tout ce qui touche le commerce en ligne. Au total, la

première moitié de 2020 a été assez résistante à la crise en ce qui concerne les F&A, mais les chiffres au deuxième quadrimestre ont également été influencés par l'échéance de très importantes transactions qui avaient été entreprises bien avant la crise de la Covid-19. Parmi ces grosses transactions, beaucoup étaient encore internationales. Encore une fois, il y a eu un impact des investisseurs professionnels qui disposent de beaucoup de liquidités et ont pu soutenir le marché des F&A. Durant la première moitié de 2020, presque un tiers des opérations étaient soutenues par un investisseur professionnel.

Le nombre de F&A a augmenté durant le troisième quadrimestre par rapport au deuxième, mais la valeur de ces dernières était toujours en baisse comparé aux années précédentes. Cette reprise est due à l'apparition de nouvelles méthodes de financement des F&A qui sont plus souples et permettent de soutenir l'activité, ainsi que les deals soutenus par des sponsors. Une tendance globale qui se confirme est la diminution des deals internationaux en faveur de cibles plus locales, avec le secteur de l'informatique qui s'en sort le mieux dans cette crise. Les gouvernements continuent également de protéger leurs entreprises nationales en mettant des restrictions sur les potentiels acheteurs étrangers. Cela a contribué à la diminution dans la valeur des transactions, mais peut représenter une opportunité pour les acheteurs domestiques qui auront moins de concurrence pour acquérir les cibles souhaitées.

En résumé, malgré la crise, les effets sur le marché des F&A sont différés car les deals sont préparés longtemps à l'avance. Et bien que certains soient annulés, ceux qui étaient proches du terme se sont quand même finalisés. Aussi, les difficultés sont différentes selon les secteurs. L'effet de la crise sur le volume de transactions en 2020 a donc été assez limité, et certains secteurs comme l'informatique ou les soins de santé se sont même démarqués davantage, avant tout car ce sont des secteurs qui apportaient des solutions à la crise. Les diminutions liées à des crises ponctuelles comme la Covid-19 ont tendance à se résorber plus rapidement que les crises liées aux cycles de l'économie. La reprise se fait généralement en trois temps : le premier temps se caractérise par des F&A non choisies causées par des entreprises qui sont obligées de vendre des actifs afin de dégager des liquidités pour survivre ; ensuite des F&A plus locales réalisées par des entreprises qui veulent augmenter leur résistance, et finalement des F&A réalisées dans un objectif de croissance, avec des cibles non liées ou internationales (PitchBook, 2021). Dans le cadre de la Covid-19, la reprise

a été permise par les investisseurs professionnels qui disposaient de beaucoup de cash avant la crise et en ont donc profité pour exploiter les opportunités qui se présentaient.

À la suite de la crise, la première phase de reprise, à savoir les F&A non choisies impliquant des entreprises en difficulté, pourrait bien se dérouler pendant l'année 2021. Dans son rapport sur les F&A européennes en 2020, Pitchbook prédit une augmentation des défauts pour les PME principalement, ce qui représente des cibles potentielles. Les différentes aides des états dont les entreprises ont bénéficié en 2020 leur auront permis de survivre à cette année difficile, mais ces aides ne sont pas tenables sur le long terme, comme nous l'avons vu dans des pays comme l'Italie qui a été contrainte de rouvrir des secteurs comme l'Horeca faute de moyens pour continuer à les soutenir.

## 5.2 L'impact pour les entreprises familiales

L'épidémie de Covid-19 constitue un choc important dans l'environnement des entreprises, ce qui les amène à devoir adapter leur manière de fonctionner ou à devoir faire face à des événements imprévus qui modifient leur stratégie. De Massis & Rondi (2020) nous donnent cinq implications de la crise liée à la Covid-19 pour les entreprises familiales, dont certaines peuvent aussi avoir une implication pour les F&A.

- Il y a un impact pour la succession au sein des entreprises familiales. Ces entreprises ont majoritairement pour objectif de transmettre la propriété au sein de la famille, et cette transition est souvent prévue à l'avance afin qu'elle se passe le mieux possible. Mais avec l'arrivée de la Covid-19, beaucoup de gérants d'entreprises familiales sont amenés à quitter leur fonction plus tôt que prévu pour cause de maladie ou de décès. Cela change les plans de la succession qui doit se faire rapidement, et si la génération suivante n'est pas prête, cela peut mener à devoir faire appel à des acteurs externes, à fermer l'entreprise ou à la vendre.
- Comme expliqué plus haut, en période de crise, les priorités des entreprises familiales peuvent être amenées à changer. Habituellement, les entreprises familiales poursuivent en plus des objectifs économiques des objectifs non économiques, et prennent leurs décisions en favorisant la richesse socio-émotionnelle par rapport à la richesse financière. Mais la crise de la Covid-19 et ses impacts psychologiques

peuvent dégrader les relations entre les membres de la famille, et donc compliquer le processus de prise de décision. Les entreprises peuvent aussi être amenées à privilégier des aspects plus financiers et moins basés sur l'émotion afin de garantir la survie de l'entreprise. Nous pouvons imaginer que certaines entreprises vont devoir fusionner ou vendre une partie de leur activité pour survivre.

- Alors que les entreprises familiales sont habituellement orientées vers le futur et la croissance en pensant à la génération suivante, elles sont maintenant plus tournées vers la survie et la gestion de crise plutôt que vers la croissance.
- La crise peut amener des difficultés financières et des problèmes de liquidités. La baisse de la consommation et la fermeture de certains secteurs limitent le cash qui entre, et les entreprises doivent puiser dans leurs réserves. Cela est particulièrement inquiétant pour les entreprises familiales, dont les dirigeants et propriétaires ont leur argent investi principalement dans l'entreprise. Leur marge de manœuvre est réduite, et elles auront plus de difficultés à faire face aux imprévus, et il sera difficile de profiter des opportunités pour les plus fragiles. Pour protéger leur capital, les dirigeants pourraient être amenés à vendre une partie de leur entreprise ou à fusionner pour limiter le risque ou pour éviter de tout perdre si la situation devient critique.

Une nouvelle fois, nous voyons que les attributs spécifiques des entreprises familiales entrent en jeu. Leurs caractéristiques en termes de mode de fonctionnement et d'objectifs long terme les obligent à tenir compte d'encore plus de facteurs qui influenceront leurs décisions de F&A en temps de crise.

## **6 Résumé et hypothèses**

Cette dernière section présente un résumé de la revue de littérature et reprend les hypothèses que nous avons pu développer en ce qui concerne les caractéristiques des F&A opérées par des entreprises familiales par rapport aux entreprises non-familiales, et par rapport à l'arrivée d'une crise.

Les entreprises familiales sont définies par la présence d'un actionnaire majoritaire, qui sera la famille en question. Cependant, la présence d'un actionnaire majoritaire est un frein à la

réalisation de F&A (Damodaran 2011). Cet effet sera amplifié dans une entreprise familiale, où l'actionnaire majoritaire défendra avant tout les intérêts de la famille, et sera souvent averse au risque (Miller et al., 2010). De plus, les entreprises familiales, également influencées par leurs objectifs non-économiques (Wright & Kellermanns 2011), sont réticentes à réaliser de telles opérations. Et lorsqu'elles réalisent une opération de F&A, elles préfèrent viser des entreprises plus petites afin de prendre moins de risques et de garantir leur niveau de contrôle (Shim & Okamuro, 2011).

Hypothèse 1 : La valeur des opérations réalisées par des entreprises familiales sera plus petite que celle des opérations réalisées par des entreprises non-familiales.

Concernant le mode de paiement, Aktas et al. (2016) nous disent que les entreprises familiales préfèrent éviter d'utiliser des actions pour payer leurs transactions et utilisent davantage de cash afin d'éviter l'effet de dilution, ce qui est confirmé par Sirmon & Hitt (2003). Basu (2009) montre que cette tendance s'intensifie quand le niveau de propriété de la famille sur l'entreprise est moins important.

Hypothèse 2 : Les entreprises familiales utilisent davantage de cash que les entreprises non-familiales pour payer leurs transactions de F&A, au détriment de l'utilisation d'actions.

Vient ensuite la question du secteur, pour laquelle nous ne trouvons pas de consensus dans la littérature. D'un côté Miller et al. (2010) basent leur réflexion sur le risque lié au secteur dans lequel évolue l'entreprise. Ils trouvent que les entreprises familiales, dont les dirigeants ont une grande partie de leur richesse investie dans l'entreprise, préfèrent les opérations diversifiées qui leur permettent de réduire le risque lié à leur entreprise et d'en préserver la richesse. Cependant, Defrancq et al. (2016) trouvent que ce résultat varie avec le niveau de possession de la famille. Ainsi, plus le niveau de possession de la famille est faible, plus elle se dirigera vers des opérations liées. Aktas et al. (2016) trouvent également que ce résultat varie avec le niveau d'endettement de l'acquéreur, et trouvent que les entreprises familiales réalisent d'abord plus d'opérations liées, mais que ce résultat s'inverse quand l'endettement augmente. D'un autre côté, Gomez-Mejia et al. (2018) basent leur réflexion sur le risque que des opérations diversifiées représentent pour la famille. Ils trouvent que ces risques sont trop importants, et que les entreprises familiales réaliseront davantage d'opérations liées. Ce résultat évolue cependant en période de crise, durant lesquelles les entreprises familiales

réaliseront plus d'opérations non liées, au détriment de leur richesse socio-émotionnelle, mais afin de garantir leur richesse financière.

Hypothèse 3 : Les entreprises familiales réalisent davantage d'opérations non liées que les entreprises non-familiales en temps normal.

Hypothèse 4 : Les entreprises familiales réalisent davantage d'opérations liées que les entreprises non-familiales en temps normal.

Hypothèse 5 : Les entreprises familiales réalisent davantage d'opérations non liées en temps de crise.

L'effet de l'aspect familial d'une entreprise sur la géographie de la transaction a été étudié par Ossorio (2019). Il trouve que les entreprises familiales réalisent moins d'opérations internationales que les entreprises non-familiales, car ces dernières sont davantage risquées.

Hypothèse 6 : Les entreprises familiales réalisent davantage d'opération de F&A proches géographiquement que les entreprises non-familiales.

Ces hypothèses seront testées dans la seconde partie de notre travail en utilisant un échantillon d'opérations de F&A réalisées par des acquéreurs européens entre 2018 et 2021, soit autour de la crise de la Covid-19. Elles nous permettront d'avoir une vision assez large sur différentes caractéristiques des opérations de F&A, ce qui nous permettra de déterminer si la stratégie des entreprises familiales diffère de celle des entreprises non-familiales, et aussi si cette stratégie évolue ou non avec l'arrivée de la crise de la Covid-19.

## Partie 2 : Analyse empirique

---

Nous allons, dans cette seconde partie, tester l'impact de l'aspect familial des entreprises sur différentes caractéristiques des opérations de F&A, que sont la valeur de la transaction, le choix du mode de paiement, le choix d'opérer un deal national ou international, ainsi que le choix de se diversifier ou non en ce qui concerne le secteur.

Dans un premier temps, nous comparerons les entreprises familiales et les entreprises non-familiales pour voir dans quelle mesure ces deux groupes se trouvent être ou non des acquéreurs distincts. Pour cela, nous utiliserons notre échantillon complet, comprenant des opérations de F&A réalisées par des entreprises familiales et non-familiales entre 2018 et 2021.

Dans un deuxième temps, nous nous intéresserons à l'évolution de la stratégie des entreprises en termes de F&A à la suite de l'arrivée de la crise de la Covid-19 en Europe. Nous nous concentrerons sur les opérations ayant pour acquéreur une entreprise familiale puis sur celles opérées par des entreprises non-familiales et ce sur deux périodes, soit avant et après le début de la crise de la Covid-19 en Europe, que nous situons ici le 1er mars 2020. Cela nous permettra de voir si les caractéristiques des opérations ont évolué ou non avec la crise, et nous pourrons donc évaluer comment les entreprises familiales et non-familiales ont adapté ou non leur comportement d'acquisition pour faire face à ce changement d'environnement.

### 1 Données et méthodologie

#### 1.1 La base de données

Pour réaliser ces analyses, nous avons besoin d'une base de données reprenant une série d'opérations de F&A, avec leurs différentes caractéristiques ainsi que celles des acquéreurs, et ayant été conclues avant et après le début de la crise de la Covid-19 en Europe.

La liste des deals provient de Bloomberg. C'est également sur Bloomberg que nous avons trouvé la majorité des variables caractérisant ces opérations et qui sont utilisées pour

réaliser nos tests. Les données financières sur les entreprises acquéreuses pour chaque transaction, qui seront majoritairement utilisées comme variables de contrôle, proviennent d'Orbis. Les variables sont expliquées dans la section suivante.

Afin de pouvoir identifier les potentiels effets de la crise, nous utilisons une base de données de transactions de F&A opérées par des entreprises européennes entre 2018 et 2021. Cela nous permet de comparer les transactions opérées avant la crise (du 1<sup>er</sup> janvier 2018 au 29 février 2020) avec celles opérées après le début de la crise (du 1<sup>er</sup> mars 2020 au 30 avril 2021).

Concrètement, nous utilisons les critères suivants pour construire notre base de données d'opérations de F&A avec Bloomberg :

- date de conclusion entre le 1<sup>er</sup> janvier 2018 et le 30 avril 2021 ;
- transactions de F&A achevées ;
- valeur de la transaction de 1 million USD minimum, cela permet d'exclure des transactions pour lesquelles la valeur n'est pas renseignée ;
- acquéreur provenant d'un des pays de l'Union Européenne, nous nous limitons aux opérations opérées par des entreprises européennes car Orbis ne fournit les informations dont nous avons besoin pour déterminer l'aspect familial des acquéreurs ainsi que leurs données financières uniquement pour les entreprises européennes ;
- acquéreur coté, nous nous limitons aux opérations réalisées par des entreprises cotées car les informations disponibles sur ces dernières sur Orbis sont plus complètes que pour les entreprises privées ;
- nous excluons finalement les transactions opérées par des entreprises du secteur financier

Nous souhaitons ici revenir plus en détails sur ce dernier critère d'exclusion des transactions opérées par des entreprises financières. Après avoir examiné une première fois les données, il s'est avéré qu'une grande partie des transactions ont pour acquéreur des entreprises du secteur financier, et plus particulièrement des entreprises de private equity (PE). Les entreprises financières sont traditionnellement exclues des études réalisées en finance à

cause de leur business model très éloigné de celui des autres entreprises. Les premiers auteurs à avoir appliqué cette restriction sont Fama et French (1992).

Pour cette recherche sur les entreprises familiales, il nous semble préférable de ne pas tenir compte de ce type de transactions pour différentes raisons. Les acquisitions réalisées par des PE sont des opérations plus « spéculatives » où les cibles sont acquises puis réorganisées et développées par les PE qui les revendent quelques années plus tard en réalisant un gain, donc dans une démarche plus court terme. Cette démarche est très différente d'opérations plus stratégiques au sein des autres secteurs, dans lesquels les cibles sont acquises avec un objectif d'intégration sur le long terme. Ce qui nous intéresse ici est la différence entre les entreprises familiales et les autres en ce qui concerne le choix du mode de paiement, la géographie ou le secteur quand les entreprises réalisent des deals stratégiques pour se développer. L'approche quand un PE acquiert une entreprise est tout autre, et semble être motivée davantage par des raisons spéculatives ou opportunistes, alors que nous nous intéressons plus aux opérations stratégiques que les entreprises sont susceptibles d'entreprendre pour pouvoir s'adapter au mieux à la crise.

En ce qui concerne les entreprises familiales en particulier, beaucoup sont acquises par des PE à la suite de problèmes de succession. Les familles vendent leur entreprise à des PE quand elles n'arrivent pas à trouver de successeur, et donc pas pour des raisons stratégiques liées au développement de l'entreprise. Les PE profitent de ces opportunités pour acquérir les entreprises familiales ayant des problèmes de succession, les gardent quelques années dans leur portefeuille, puis les revendent. Encore une fois, ces opérations sont réalisées en prévoyant dès le début une stratégie de sortie. Pour toutes ces raisons, il nous semble préférable de ne pas tenir compte de ces opérations opérées par des entreprises financières pour notre recherche.

De plus, nous avons décidé de ne pas tenir compte des opérations réalisées par des entreprises du Royaume-Uni dans notre analyse. D'abord car ce dernier a quitté l'union européenne au cours de la période à laquelle nous nous intéressons, ce qui ajoute des éléments ayant pu impacter le comportement de R&D des entreprises britanniques d'une manière différente des entreprises provenant d'autres pays européens. Mais également car, comme le précise Aktas (2016), le contexte est différent au Royaume-Uni où davantage

d'entreprises sont possédées par plusieurs petits actionnaires et où les entreprises familiales sont moins présentes. Cela ne permet pas d'appliquer la même définition et plus particulièrement les mêmes critères de possession que pour les autres pays européens quand il s'agit de définir si une entreprise est familiale ou non.

Notre échantillon initial, provenant de Bloomberg, comprenait 900 transactions. Après avoir complété la base de données avec les informations provenant d'Orbis, et après avoir éliminé les transactions pour lesquelles l'information concernant l'acquéreur était introuvable ou insuffisante, notre échantillon final se compose de 859 opérations de F&A, ayant pour acquéreur des entreprises européennes cotées, et conclues entre le 1<sup>er</sup> janvier 2018 et le 30 avril 2021.

## 1.2 La méthodologie

Notre méthodologie se base sur celles utilisées par Eugster (2015), Aktas (2016), Shim (2010) et Miller (2010). Nous allons tester les différentes caractéristiques des opérations de F&A (valeur de la transaction, mode de paiement, caractère national ou international et secteur) sur le caractère familial ou non des entreprises acquéreuses. Nous allons également utiliser des variables de contrôle afin de déterminer si ces choix de stratégie sont bien influencés par l'aspect familial d'une entreprise, et non par d'autres caractéristiques de cette dernière.

Nous aurons donc, pour chaque opération de F&A de notre base de données, plusieurs variables d'intérêt.

### 1.2.1 *Les variables dépendantes*

Les variables dépendantes sont celles sur lesquelles vont porter les tests. Il s'agit de tester l'impact du caractère familial d'une entreprise sur les caractéristiques des transactions de F&A, pour voir quelles sont les différences entre les entreprises familiales et les autres, et pour voir si un changement de stratégie s'est opéré avec l'arrivée de la crise de la Covid-19.

La première variable dépendante sera la valeur du deal. Il est intéressant de regarder l'influence du caractère familial sur la valeur de la transaction, car les entreprises familiales

ont tendance à faire moins de transactions, et lorsqu'elles en font, à en faire de plus petites en termes de valeur (Eugster, 2015).

Le seconde groupe de variables portera sur le choix du mode de paiement. Les F&A peuvent être financées au moyen de cash, d'actions, ou d'un mélange des deux. Cette caractéristique est intéressante car les entreprises familiales préfèrent en théorie utiliser du cash pour financer leurs opérations de F&A, afin de ne pas diluer leur pouvoir sur l'entreprise (Basu et al., 2009). Mais si ce cash est généré par de la dette, il augmente le risque de défaut pour l'entreprise car il augmente le niveau des paiements obligatoires. Il peut donc être dangereux, surtout en période de crise lorsque l'environnement et les rentrées deviennent incertains.

Le troisième groupe de variables dépendantes portera sur le caractère national ou international de la transaction. Avec l'arrivée de la crise et toutes les restrictions qui en ont découlé, il est devenu plus compliqué de voyager et donc de réaliser des opérations à l'étranger. Il est donc intéressant de voir si cela a mené ou non les entreprises acquéreuses à se tourner davantage vers de cibles plus proches. Nous pourrions également déterminer s'il existe une différence entre les entreprises familiales et non-familiales dans la propension à réaliser des transactions à l'étranger.

La dernière variable portera sur la différence entre les industries dans lesquelles opèrent l'acquéreur et la cible. Les dirigeants et propriétaires d'entreprises familiales, qui ont souvent une majorité de leurs avoirs investis dans leur entreprise, ont tendance à vouloir réaliser des F&A dans des secteurs diversifiés, afin de pouvoir par la même occasion diversifier leur risque (Aktas et al., 2016). Gomez-Mejia et al. (2018) trouvent cependant qu'ils préfèrent réaliser des opérations liées en raison des risques trop importants qui accompagnent les opérations non liées. Nous pourrions vérifier cela en comparant le comportement des entreprises familiales et non-familiales. En ce qui concerne la crise, le fait d'opérer des transactions dans d'autres secteurs peut permettre d'acquérir des compétences qui permettront de s'adapter à l'environnement en changement, ou à profiter d'opportunités qui résultent de cette crise. Nous analyserons cela en comparant le comportement des entreprises avant et après le début de la crise.

### *1.2.2 Les variables indépendantes et de contrôle*

La variable indépendante principale est le caractère familial ou non de l'entreprise acquéreuse. A la suite de La porta et al. (1999), nous utiliserons un seuil de 20% pour déterminer si une entreprise est familiale ou non. Les données sur l'actionnariat des entreprises proviennent d'Orbis, qui fournit des données sur les actionnaires actuels et historiques, ainsi que sur les actionnaires de référence, pour les entreprises européennes. Si un ou plusieurs individus appartenant à une même famille détiennent au minimum 20% d'une entreprise lors de l'année de la F&A, alors l'acquéreur de la transaction sera considéré comme familial.

Les autres variables indépendantes sont des variables de contrôle. Elles reprennent plusieurs caractéristiques des entreprises acquéreuses qui sont susceptibles d'être liées au comportement d'acquisition des entreprises. Nous utiliserons des variables utilisées couramment dans la littérature, et qui ont été notamment utilisées par Eugster (2015), Aktas (2016), Shim (2010) et Miller (2010).

Un premier groupe de variables sert à contrôler par rapport à la taille de l'entreprise acquéreuse. Cela est important car au plus une entreprise est grande, au plus elle est susceptible de procéder à des opérations de F&A. La taille de l'entreprise est approximée par la valorisation boursière de cette dernière. Plus précisément, c'est le logarithme naturel qui est utilisé, étant donné que la valorisation est toujours positive et non nulle, et qu'elle peut prendre de grandes valeurs. En plus de la valorisation boursière, nous utilisons le total de l'actif ainsi que le nombre d'employés pour évaluer la taille de l'acquéreur.

Un deuxième groupe de variables permet de contrôler pour la performance de l'acquéreur. Au plus une entreprise génère de résultats, au plus elle dispose de liquidités supplémentaires qu'elle pourra utiliser entre autres pour réaliser des acquisitions. Cette performance est représentée par quatre variables : le return on asset (ROA) qui est une mesure de la profitabilité d'une entreprise ; la croissance des ventes par rapport à l'année précédente, qui permet de tenir compte de sa performance récente ; la croissance du nombre d'employés par rapport à l'année précédente ; et finalement le niveau de liquidités dont l'entreprise dispose, et qui traduit sa santé financière.

Un troisième aspect important est le niveau de dette dont dispose l'entreprise, car de la dette peut également être générée afin de financer une acquisition, mais aussi car le niveau de dette est un indicateur de la santé financière d'une entreprise.

Finalement, la dernière variable utilisée sera le market-to-book ratio. Ce dernier est utilisé pour représenter la valeur de l'entreprise sur les marchés, qui est intéressante car une entreprise surévaluée peut profiter de cette opportunité et utiliser ses actions surévaluées pour acquérir des cibles momentanément sous-évaluées.

Ces différentes variables de contrôle nous permettront de voir dans quelle mesure les différentes caractéristiques des transactions de F&A sont expliquées par l'aspect familial de l'acquéreur ou par d'autres paramètres de nature plus financière.

### 1.2.3 Résumé des variables

Le tableau suivant reprend l'ensemble des variables que nous utilisons pour nos analyses, avec leur nom, la description et la source correspondante.

| Résumé des variables                                                                 |                                                                                                       |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Nom                                                                                  | Description                                                                                           | Source    |
| <i>Caractéristiques des opérations de F&amp;A</i>                                    |                                                                                                       |           |
| Value                                                                                | Valeur totale annoncée de la transaction                                                              | Bloomberg |
| Cash                                                                                 | Variable dummy qui vaut 1 si la transaction est financée par du cash, 0 sinon                         | Bloomberg |
| Stock                                                                                | Variable dummy qui vaut 1 si la transaction est financée par des actions, 0 sinon                     | Bloomberg |
| CashStock                                                                            | Variable dummy qui vaut 1 si la transaction est financée par un mélange de cash et d'actions, 0 sinon | Bloomberg |
| InterIndustry                                                                        | Variable dummy qui vaut 1 si l'acquéreur et la cible opèrent dans le même secteur d'activité, 0 sinon | Bloomberg |
| InterBorder                                                                          | Variable dummy qui vaut 1 si l'acquéreur et la cible sont implantées dans le même pays, 0 sinon       | Bloomberg |
| InterContinent                                                                       | Variable dummy qui vaut 1 la cible est une entreprise européenne, 0 sinon                             | Bloomberg |
| <i>Aspect familial de l'entreprise acquéreuse et position par rapport à la crise</i> |                                                                                                       |           |

|                                                |                                                                                                    |       |
|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Family                                         | Variable dummy qui vaut 1 si l'acquéreur est une entreprise familiale, 0 sinon                     | Orbis |
| PrePostCov                                     | Variable dummy qui vaut 1 si l'opération a été conclue avant le 1 <sup>er</sup> mars 2020, 0 sinon | /     |
| <i>Contrôle – taille de l'acquéreur</i>        |                                                                                                    |       |
| Size / ISize                                   | Valeur et logarithme naturel de la valorisation boursière de l'acquéreur                           | Orbis |
| Assets / IAssets                               | Valeur et logarithme naturel de l'actif total de l'entreprise acquéreuse                           | Orbis |
| Employ                                         | Nombre d'employés de l'entreprise acquéreuse                                                       | Orbis |
| <i>Contrôle – croissance de l'acquéreur</i>    |                                                                                                    |       |
| ROA                                            | EBITDA / total actif (pour l'acquéreur)                                                            | Orbis |
| GrowthSales                                    | Taux de croissance des ventes sur la dernière année (pour l'acquéreur)                             | Orbis |
| GrowthEmploy                                   | Croissance du nombre d'employés de l'entreprise acquéreuse                                         | Orbis |
| Liquidity                                      | Valeurs disponibles / actif total (pour l'acquéreur)                                               | Orbis |
| <i>Contrôle – endettement de l'acquéreur</i>   |                                                                                                    |       |
| Leverage                                       | Dettes long terme / actif total (pour l'acquéreur)                                                 | Orbis |
| <i>Contrôle – surévaluation de l'acquéreur</i> |                                                                                                    |       |
| MarketTB                                       | Valeur de marché / valeur comptable (pour l'acquéreur)                                             | Orbis |

## 2 Analyse

Notre analyse est divisée en deux parties principales. La première s'intéresse de manière générale aux différences entre les entreprises familiales et non-familiales en tant qu'acquéreur. La deuxième se concentre sur les périodes pré et post Covid-19 et s'intéresse à la manière dont les entreprises familiales et non-familiales ont adapté leur comportement avec l'arrivée de la crise. Nous tenterons également d'évaluer s'il existe des différences dans le comportement de ces deux groupes.

## 2.1 Les entreprises familiales et les entreprises non-familiales

Dans cette première partie de l'analyse, nous nous intéressons aux différences de comportement entre les entreprises familiales et les entreprises non-familiales lorsqu'elles se trouvent en position d'acquéreur. Pour ce faire, nous utilisons notre échantillon entier de 859 transactions, ainsi que deux sous-échantillons comprenant d'une part les transactions ayant pour acquéreur une entreprise familiale, et d'autre part les transactions opérées par des entreprises non-familiales.

### 2.1.1 Statistiques descriptives

Le **Tableau 1** reprend les moyennes des différentes variables pour l'échantillon entier ainsi que pour les deux sous échantillons, l'un concernant les transactions opérées par les entreprises familiales et l'autre les transactions opérées par les entreprises non-familiales.

**Tableau 1** - Comparaison entre les entreprises familiales et non-familiales

|                      | Toutes les entreprises |         | Entreprises familiales |         | Entreprises non-fam. |         | Test      |
|----------------------|------------------------|---------|------------------------|---------|----------------------|---------|-----------|
|                      | N                      | Moyenne | N                      | Moyenne | N                    | Moyenne |           |
| Value (million USD)  | 859                    | 607     | 393                    | 276     | 466                  | 887     | 0,0022*** |
| Cash                 | 859                    | 0,715   | 393                    | 0,684   | 466                  | 0,740   | 0,0724*   |
| Stock                | 859                    | 0,055   | 393                    | 0,066   | 466                  | 0,045   | 0,1827    |
| CashStock            | 859                    | 0,107   | 393                    | 0,107   | 466                  | 0,107   | 0,9840    |
| InterContinent       | 859                    | 0,590   | 393                    | 0,618   | 466                  | 0,567   | 0,1238    |
| InterBorder          | 859                    | 0,290   | 393                    | 0,308   | 466                  | 0,275   | 0,2871    |
| InterIndustry        | 859                    | 0,364   | 393                    | 0,389   | 466                  | 0,343   | 0,1645    |
| Family               | 859                    | 0,458   | 393                    | 1       | 466                  | 0       | -         |
| Size (million USD)   | 798                    | 14100   | 358                    | 7840    | 440                  | 19200   | 0,0000*** |
| Assets (million USD) | 859                    | 26600   | 393                    | 19500   | 466                  | 32600   | 0,0162**  |
| Employ               | 849                    | 30890   | 387                    | 27178   | 462                  | 34000   | 0,2049    |
| ROA                  | 856                    | 0,100   | 390                    | 0,107   | 466                  | 0,094   | 0,0368**  |
| GrowthSales          | 844                    | 0,367   | 384                    | 0,286   | 460                  | 0,435   | 0,4639    |
| GrowthEmploy         | 845                    | 0,329   | 384                    | 0,239   | 461                  | 0,403   | 0,4410    |
| Liquidity            | 859                    | 0,115   | 393                    | 0,117   | 466                  | 0,114   | 0,7659    |
| Leverage             | 859                    | 0,210   | 393                    | 0,212   | 466                  | 0,209   | 0,7577    |
| MarketTB             | 797                    | 3,159   | 357                    | 3,388   | 440                  | 2,974   | 0,2645    |

Ce tableau donne les moyennes des différents paramètres. La colonne « Test » reprend les résultats en p-valeur d'un test de Student sur la différence entre les moyennes des paramètres pour les opérations réalisées par des entreprises familiales et non-familiales. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

Dans notre échantillon, 45.8 % des transactions de F&A ont pour acquéreur une entreprise familiale. Les entreprises familiales réalisent en moyenne des opérations moins importantes en termes de valeur, avec une valeur moyenne de 276 millions USD, soit plus de trois fois

moins que la valeur moyenne pour les entreprises non-familiales. De plus, la différence entre les moyennes de ces deux groupes est significative. Ceci confirme notre première hypothèse sur la valeur des transactions.

Les paramètres relatifs à la taille de l'entreprise, à savoir *Size*, *Assets* et *Employ*, montrent tous que les entreprises familiales sont de taille moins importante que les entreprises non-familiales dans notre échantillon. En termes de capitalisation boursière, les entreprises familiales sont en moyenne trois fois plus petites que les entreprises non-familiales. Elles sont également un peu moins de deux fois plus petites en termes d'actif total et 0.2 fois plus petites en termes de nombre d'employés. Les résultats en termes de capitalisation boursière et de total de l'actif sont significatifs aux seuils de 1 % et de 5 % respectivement.

Cependant, nous remarquons que ces valeurs moyennes restent très importantes, et restent de l'ordre du milliard en ce qui concerne le total de l'actif et la capitalisation boursière. Les moyennes pour la valeur des transactions sont également très importantes, avec des moyennes de plusieurs centaines de millions de USD. Cela s'explique par le fait que notre échantillon reprend des entreprises de tailles très différentes, avec des transactions opérées par de très grandes et de petites entreprises. Le **Tableau 2** reprend les valeurs minimales et maximales pour trois paramètres : la valeur de l'opération, la capitalisation boursière de l'acquéreur ainsi que l'actif total de ce dernier.

**Tableau 2** - Minimums et maximums de paramètres de valeur et de taille

|                  | Toutes les entreprises |        | Entreprises familiales |        | Entreprises non-fam. |        |
|------------------|------------------------|--------|------------------------|--------|----------------------|--------|
|                  | Min                    | Max    | Min                    | Max    | Min                  | Max    |
| Value (million)  | 1                      | 65700  | 1                      | 17400  | 1,1                  | 65700  |
| Size (million)   | 2,878                  | 307000 | 7,021                  | 307000 | 2,878                | 152000 |
| Assets (million) | 3,5                    | 849000 | 4,683                  | 849000 | 3,5                  | 404000 |

Nous remarquons que la valeur des opérations varie entre 1 million et plus de 65 milliards USD, avec l'acquisition de Monsanto Co par l'entreprise pharmaceutique allemande Bayer AG en 2018. De la même manière, le total de l'actif et la valorisation boursière varient énormément, tant pour les entreprises familiales que non-familiales. En effet, nous retrouvons dans notre échantillon de grandes entreprises non-familiales telles que Royal Dutch Shell PLC, Total SA ou Sanofi-Aventis SA, ainsi que de grandes entreprises familiales

telles que Moët Hennessy Louis Vuitton SA détenue par la famille Arnault ou Volkswagen AG contrôlée par la famille Porsche-Puëch.

Les entreprises familiales semblent être plus performantes avec un *ROA* moyen de 10.7 % contre 9.4 % pour les entreprises non-familiales. Cette différence dans les moyennes des deux sous-groupes est également significative. Cependant, leur croissance en terme ventes et de nombre d'employés est plus faible, comme le montrent les variables *GrowthSales* et *GrowthEmploy*, qui sont plus élevées pour les entreprises non-familiales. Les entreprises familiales semblent donc être plus rentables mais croître moins rapidement que les entreprises non-familiales.

Les entreprises familiales disposent également en moyenne de plus de liquidités, et sont plus endettées que les entreprises non-familiales, mais ces différences sont assez faibles et la différence entre les moyennes des deux sous-groupes n'est pas statistiquement différente de 0. Il semblerait donc que la structure de capital ne soit pas un critère permettant de différencier les entreprises familiales et non-familiales.

Finalement, les entreprises familiales disposent en moyenne d'un market-to-book ratio supérieur à celui des entreprises non-familiales, ces ratios étant respectivement de 3.39 et de 2.97. Elles sont donc davantage surévaluées, car leur valeur de marché est davantage supérieure à leur valeur comptable, en comparaison aux entreprises non-familiales. Cela est important car selon la théorie comportementale des F&A, une entreprise surévaluée est amenée à adopter un comportement plus opportuniste et donc à profiter de cette surévaluation pour viser des cibles sous-évaluées ou du moins plus faiblement surévaluées. Cela pourrait également expliquer le résultat de notre variable *Stock*, qui est en moyenne plus élevée pour les entreprises familiales. Le résultat concernant le market-to-book ratio n'est pas significatifs aux seuils habituels, mais la p-valeur reste relativement faible.

Dans notre échantillon, 71,5 % des transaction sont payées en cash et 5.5 % sont payées en utilisant des actions. Dans les 23 % restant, 10,7 % des transactions sont payées en utilisant un mélange des deux. Pour les 12,3 % restants des transactions de notre échantillon, cette donnée n'était pas disponible.

L'élément surprenant est que nous trouvons que les entreprises familiales ont plus tendance que les entreprises non-familiales à utiliser des actions pour payer leurs opérations, et elles réalisent donc moins d'opérations en cash. Les résultats concernant l'utilisation de cash sont significatifs au seuil de 10 %, ceux concernant l'utilisation d'actions ne le sont pas mais la p-valeur reste relativement faible. Cela est contraire à la théorie selon laquelle les entreprises familiales préfèrent utiliser du cash, en s'endettant si nécessaire, afin de ne pas diluer le pouvoir qu'elles ont sur l'entreprise. Nous ne pouvons donc pas confirmer notre seconde hypothèse. Cependant, cela pourrait être dû à la surévaluation évoquée plus haut, qui fait que les entreprises familiales, étant davantage surévaluées, sont incitées à utiliser leurs actions surévaluées pour procéder à des acquisitions. Un autre élément modérateur nous vient de Basu et al. (2009), qui nous expliquent que le choix du mode de paiement dépend aussi du niveau de possession de la famille dans l'entreprise. Si une famille estime que son pouvoir sur l'entreprise est suffisant et n'est pas menacé, elle pourra être amenée à utiliser des actions comme mode de paiement. Concernant l'utilisation d'un mélange de cash et d'actions pour payer une transaction, la moyenne est la même pour les deux sous-groupes, et la différence entre les deux moyennes n'est donc pas significative.

En ce qui concerne la géographie des opérations, nous remarquons que les entreprises familiales ont davantage tendance à réaliser des opérations au sein du pays dans lequel elles sont implantées, ce qui représente 30.8 % des opérations pour les entreprises familiales et 27.5 % des opérations pour les entreprises non-familiales. De la même manière, lorsque les entreprises familiales réalisent des transactions internationales, elles restent plus proches de leur pays d'origine et réalisent 61.8 % de leurs transactions en Europe, contre 56.7 % pour les entreprises non-familiales. Ces résultats ne sont pas significatifs aux seuils habituels, mais les différentes p-valeurs restent faibles. Ceci confirme notre sixième hypothèse sur la géographie des opérations.

Finalement, les entreprises familiales de notre échantillon ne semblent pas utiliser davantage les opérations de F&A comme moyen de se diversifier en investissant dans d'autres industries. En effet, les entreprises familiales réalisent davantage d'opérations au sein de leur secteur d'origine (38,9 %) par rapport aux entreprises non-familiales (34,4 %). Une nouvelle fois, ce résultat n'est pas significatif aux seuils habituels, mais la p-valeur reste faible. Concernant l'aspect du secteur, nous pouvons donc confirmer notre quatrième

hypothèse, qui trouve que les entreprises familiales préfèrent réaliser des opérations liées et se rapproche donc des résultats de Gomez-Mejia et al. (2018) et des premiers résultats de Aktas et al. (2016). Nous verrons par la suite si ce résultat a varié ou non avec l'arrivée de la crise de la Covid-19, et donc si les entreprises, familiales ou non, ont été amenées à modifier leur comportement de F&A.

### 2.1.2 Régressions

Nous allons maintenant tester l'impact de l'aspect familial des entreprises acquéreuses ainsi que des variables de contrôle sur les différentes caractéristiques des transactions, que sont la valeur de la transaction, le choix du mode de paiement, la géographie de la transaction ainsi que l'aspect du secteur. Cela nous permettra de déterminer si les caractéristiques des transactions sont influencées par le caractère familial ou non de l'acquéreur, ou si d'autres facteurs sont plus explicatifs.

Les résultats peuvent être trouvés dans le **Tableau 3**, qui reprend les régressions de sept variables représentant différentes caractéristiques des transactions de F&A sur la variable *Family* ainsi que sur les variables de contrôle.

La première régression a pour variable dépendante la valeur de la transaction, *IValue*. Le fait que l'acquéreur soit une entreprise familiale a un effet négatif sur la valeur de la transaction. En effet, les entreprises familiales sont en moyennes plus petites et réalisent aussi en moyenne de plus petites transactions. Ceci rejoint une nouvelle fois notre première hypothèse. Cependant, le résultat pour la variable *Family* n'est pas significatif.

Nous pouvons voir que les variables permettant le mieux d'expliquer la valeur des transactions sont les variables relatives à la taille de l'acquéreur, soit *ISize*, *Employ* et *IAssets*. Ces trois variables nous montrent qu'une augmentation de la taille de l'entreprise en termes de valorisation boursière, de nombre d'employés ou de total de l'actif fera augmenter la valeur de la transaction. Une autre variable statistiquement significative pour expliquer la taille des deals est la variable *ROA*, qui nous montre que les entreprises les plus rentables réalisent des opérations plus petites. Finalement, la dernière variable expliquant la variation de la valeur est le market-to-book ratio des acquéreurs. Si les acquéreurs sont davantage surévalués, ils auront tendance à réaliser des opérations plus importantes.

**Tableau 3** - Régressions des caractéristiques des transactions sur la variable Family et les variables de contrôle

|              | IValue  |          | Cash    |          | Stock   |          |
|--------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
|              | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur |
| Family       | -0,0402 | 0.740    | -0,0286 | 0,372    | 0,0258  | 0.097*   |
| ISize        | 0,3287  | 0.000*** | -0,0269 | 0,192    | -0,0123 | 0.218    |
| Employ       | 0,0000  | 0.000*** | 0,0000  | 0,488    | 0,0000  | 0.343    |
| IAssets      | 0,3577  | 0.000*** | 0,0542  | 0,008*** | 0,0084  | 0.398    |
| ROA          | -3,0104 | 0.000*** | 0,7567  | 0,001*** | -0,5349 | 0.000*** |
| GrowthSales  | 0,0198  | 0.728    | -0,0248 | 0,099*   | 0,0092  | 0.207    |
| GrowthEmploy | 0,0052  | 0.923    | 0,0138  | 0,335    | 0,0019  | 0.786    |
| Liquidity    | -0,6561 | 0.264    | 0,0461  | 0,766    | -0,1560 | 0.038**  |
| Leverage     | 0,1337  | 0.757    | 0,3018  | 0,008*** | -0,1481 | 0.007*** |
| MarketTB     | 0,0283  | 0.036**  | -0,0033 | 0,357    | 0,0011  | 0.531    |
| R2           | 0.4336  |          | 0.0865  |          | 0.0963  |          |

|              | CashStock |          | InterContinent |          | InterBorder |          |
|--------------|-----------|----------|----------------|----------|-------------|----------|
|              | Coef      | p-valeur | Coef           | p-valeur | Coef        | p-valeur |
| Family       | -0,0233   | 0,277    | 0,0153         | 0.671    | 0,0062      | 0.850    |
| ISize        | 0,0404    | 0,003*** | -0,0857        | 0.000*** | -0,0991     | 0.000*** |
| Employ       | 0,0000    | 0,532    | 0,0000         | 0.324    | 0,0000      | 0.329    |
| IAssets      | -0,0660   | 0,000*** | 0,0391         | 0.089*   | 0,0631      | 0.003*** |
| ROA          | -0,2016   | 0.164    | 0,1074         | 0.659    | 0,1483      | 0.502    |
| GrowthSales  | 0,0210    | 0,036**  | -0,0043        | 0.797    | -0,0214     | 0.162    |
| GrowthEmploy | -0,0187   | 0,052*   | 0,0081         | 0.616    | 0,0244      | 0.095*   |
| Liquidity    | 0,2280    | 0,028**  | -0,0861        | 0.621    | 0,1623      | 0.304    |
| Leverage     | -0,1896   | 0,013**  | -0,0480        | 0.708    | -0,0418     | 0.719    |
| MarketTB     | 0,0000    | 0,992    | -0,0008        | 0.848    | -0,0014     | 0.698    |
| R2           | 0,1388    |          | 0.0481         |          | 0.0546      |          |

|              | InterIndustry |          |
|--------------|---------------|----------|
|              | Coef          | p-valeur |
| Family       | 0,0493        | 0.167    |
| ISize        | -0,0108       | 0.639    |
| Employ       | 0,0000        | 0.152    |
| IAssets      | 0,0274        | 0.229    |
| ROA          | 0,4273        | 0.077*   |
| GrowthSales  | 0,0232        | 0.164    |
| GrowthEmploy | -0,0228       | 0.152    |
| Liquidity    | 0,2851        | 0.098*   |
| Leverage     | 0,1626        | 0.201    |
| MarketTB     | 0,0024        | 0.549    |
| R2           | 0.0195        |          |

Ce tableau donne les résultats des régressions des variables représentant les caractéristiques des opérations de F&A sur la variable Family ainsi que sur les différentes variables de contrôle. Pour chaque variable, nous pouvons retrouver la valeur du coefficient ainsi que les résultats en p-valeur du test sur la significativité statistique de chaque variable. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

En ce qui concerne les régressions des variables représentant le choix du mode de financement, nous pouvons voir que la variable *Family* a un effet négatif sur l'utilisation de cash pour financer la transaction, ainsi qu'un impact positif sur l'utilisation d'actions avec une significativité de 10 %. Comme évoqué dans la section précédente, ce résultat est surprenant, car les entreprises familiales préfèrent en théorie payer leurs transactions en cash et non en actions afin d'éviter l'effet de dilution (Basu et al., 2009). Nous ne pouvons donc pas confirmer notre deuxième hypothèse. Mais cela pourrait aussi s'expliquer par la surévaluation des entreprises familiales qui est plus importante que celle des entreprises non-familiales dans notre échantillon et qui offre donc l'opportunité d'utiliser leurs actions surévaluées pour réaliser des opérations de F&A, ou par le niveau de possession de la famille comme expliqué plus haut.

Les autres variables intéressantes pour expliquer le choix du mode de paiement sont *Assets*, *ROA*, *Liquidity* et *Leverage*. Les entreprises plus importantes en termes d'actif total préfèrent utiliser du cash pour financer leurs acquisitions. En effet, le coefficient de *Assets* est positif et significatif au seuil de 1% pour la régression de la variable *Cash*, alors que l'effet sur *Stock* n'est pas statistiquement différent de 0.

La variable *ROA* nous montre que les entreprises les plus rentables préfèrent financer leurs acquisitions en utilisant du cash et non des actions. Cela semble logique étant donné que le calcul du ROA se fait à partir du résultat net. Les entreprises ayant un ROA plus élevé disposent en théorie de plus de cash, qu'elles peuvent mobiliser pour réaliser des opérations de F&A. Nous obtenons un résultat similaire avec la variable *Liquidity*, qui nous montre que les entreprises disposant de plus de liquidités préfèrent payer leurs opérations en cash ou en utilisant un mix de cash et d'actions, mais pas uniquement en actions. La dernière variable explicative du choix du mode de paiement est la variable *Leverage*, qui représente le niveau d'endettement des acquéreurs. Un niveau d'endettement plus élevé induit également une préférence pour les deals financés en utilisant du cash, au détriment de l'utilisation d'actions ou d'un mode de paiement mixte.

Les coefficients des régressions effectuées sur les variables *InterContinent*, *InterBorder* et *InterIndustry* nous montrent que le fait d'être un acquéreur familial augmente les chances de réaliser des opérations plus proches géographiquement, mais aussi plus proche au niveau

de la correspondance avec le secteur d'activité de la cible, ce qui correspond avec les résultats de nos statistiques descriptives et rejoint donc nos quatrièmes et sixièmes hypothèses.

Cependant, les résultats fournis par la variable *Family* ne sont pas ceux qui permettent le mieux d'expliquer l'aspect de la géographie, les résultats étant non significatifs avec des p-valeurs élevées. Nous pouvons voir que le caractère international des transactions est surtout expliqué par la taille de l'acquéreur. Les entreprises plus importantes en termes de capitalisation boursière auront tendance à réaliser des opérations plus internationales, et changeront même de continent pour trouver leurs cibles. A l'inverse, les entreprises plus grandes en termes d'actif total se tourneront davantage vers des cibles plus proches géographiquement. En voyant ces résultats opposés pour deux variables supposées mesurer la même chose, à savoir la taille de l'entreprise, nous pouvons également comprendre dans ce résultat un comportement différent des entreprises pas uniquement en raison de leur taille, mais aussi de leur secteur d'activité. En effet, les entreprises plus importantes en termes de capitalisation boursière peuvent regrouper beaucoup de secteurs, dont par exemple le secteur des entreprises technologiques qui ont souvent une valorisation boursière disproportionnée par rapport à la valeur de leurs actifs car une grande partie de leur valeur est immatérielle. En revanche, les entreprises plus grandes en termes d'actifs devraient regrouper des entreprises appartenant à des secteurs comme l'industrie qui utilisent des actifs physiques de manière beaucoup plus intensive.

Finalement, concernant l'aspect de la diversité de secteur d'activité entre l'acquéreur et la cible, le résultat de la variable *Family* n'est pas significatif aux seuils habituels mais la p-valeur reste faible. Ce dernier est le mieux expliqué par les variables *ROA* et *Liquidity*. Ces deux variables sont corrélées positivement avec le fait de réaliser des opérations de F&A au sein du secteur d'origine. Les entreprises en bonne santé, présentant une rentabilité et un taux de liquidités élevé, n'auraient donc pas besoin de se diversifier. Cela rejoint les résultats de Gomez-Mejia et al. (2018) qui trouvent que les entreprises familiales disposant d'une marge de manœuvre suffisante préfèrent réaliser des opérations liées. Leur bonne santé traduisant leur évolution dans un secteur prospère, il se peut qu'elles ressentent également moins la nécessité de diversifier leur risque en investissant dans d'autres secteurs.

## 2.2 Les entreprises familiales et non-familiales avant et après le début de la crise

Dans cette deuxième partie de l'analyse, nous nous intéressons plus particulièrement à la différence de comportement entre les entreprises familiales et non-familiales en tant qu'acquéreurs dans des opérations de F&A, et à comment ce comportement a évolué avec l'arrivée de la crise de la Covid-19. Nous utilisons pour cela dans un premier temps les opérations de notre base de données ayant pour acquéreur une entreprise familiale, ce qui représente 393 transactions, et dans un deuxième temps celles réalisées par des entreprises non-familiales, soit 466 transactions. Nous utilisons également à chaque fois deux sous-échantillons, composés des opérations conclues avant le début de la crise de la Covid-19 en Europe pour l'un, et les opérations conclues après le début de la crise pour l'autre.

### 2.2.1 *Statistiques descriptives*

Le **Tableau 4** reprend les moyennes des différentes variables pour le groupe des entreprises familiales pour toute la période ainsi que pour les deux sous-périodes d'avant et après le début de la crise. Le **Tableau 5** présente les mêmes informations mais cette fois pour les entreprises non-familiales.

En ce qui concerne les opérations ayant pour acquéreur une entreprise familiale, notre échantillon se compose de 393 opérations, 65,1 % ayant été conclues avant l'arrivée de la crise de la Covid-19 en Europe, et donc 34,9 % conclues après le début de la crise, soit à partir du 1<sup>er</sup> mars 2020. Parallèlement, notre échantillon d'entreprise non-familiales se compose de 466 opérations, avec 67 % des opérations conclues avant le début de la crise, et 33 % conclues après.

Le premier résultat intéressant concerne la valeur des transactions. En effet, alors que les entreprises non-familiales ont conclu en moyenne des opérations plus petites après le début de la crise, ce résultat est inversé pour les entreprises familiales, pour lesquelles la valeur moyenne des F&A a augmenté après l'arrivée de la crise. Cependant, la différence entre les moyennes des deux périodes n'est pas significative. Nous voyons également que les valeurs moyennes des transactions restent plus faibles pour les entreprises familiales dans les deux périodes.

**Tableau 4** - Comparaison entre les entreprises familiales avant et après l'arrivée de la crise

|                      | Toute la période |         | Avant la crise |         | Pendant la Crise |         | Test      |
|----------------------|------------------|---------|----------------|---------|------------------|---------|-----------|
|                      | N                | Moyenne | N              | Moyenne | N                | Moyenne |           |
| Value (million USD)  | 393              | 276     | 256            | 258     | 137              | 312     | 0,7156    |
| Cash                 | 393              | 0,684   | 256            | 0,688   | 137              | 0,679   | 0,8610    |
| Stock                | 393              | 0,066   | 256            | 0,055   | 137              | 0,088   | 0,2430    |
| CashStock            | 393              | 0,107   | 256            | 0,070   | 137              | 0,175   | 0,0043*** |
| InterContinent       | 393              | 0,618   | 256            | 0,594   | 137              | 0,664   | 0,1668    |
| InterBorder          | 393              | 0,308   | 256            | 0,277   | 137              | 0,365   | 0,0803*   |
| InterIndustry        | 393              | 0,389   | 256            | 0,410   | 137              | 0,350   | 0,2439    |
| PrePostCov           | 393              | 0,651   | 256            | 1       | 137              | 0       | -         |
| Size (million USD)   | 358              | 7840    | 230            | 8100    | 128              | 7380    | 0,8036    |
| Assets (million USD) | 393              | 19500   | 256            | 22100   | 137              | 14900   | 0,4008    |
| Employ               | 387              | 27178   | 254            | 28895   | 133              | 23899   | 0,6001    |
| ROA                  | 390              | 0,107   | 254            | 0,107   | 136              | 0,106   | 0,9261    |
| GrowthSales          | 384              | 0,286   | 251            | 0,299   | 133              | 0,261   | 0,6593    |
| GrowthEmploy         | 384              | 0,239   | 251            | 0,279   | 133              | 0,164   | 0,0731*   |
| Liquidity            | 393              | 0,117   | 256            | 0,098   | 137              | 0,151   | 0,0000*** |
| Leverage             | 393              | 0,212   | 256            | 0,213   | 137              | 0,210   | 0,8653    |
| MarketTB             | 357              | 3,388   | 230            | 3,063   | 127              | 3,975   | 0,1876    |

Ce tableau donne les moyennes des différents paramètres. La colonne « Test » reprend les résultats en p-valeur d'un test de Student sur la différence entre les moyennes des paramètres pour les opérations réalisées avant et après le début de la crise. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

**Tableau 5** - Comparaison entre les entreprises non-familiales avant et après l'arrivée de la crise

|                      | Toute la période |         | Avant la crise |         | Pendant la Crise |         | Test      |
|----------------------|------------------|---------|----------------|---------|------------------|---------|-----------|
|                      | N                | Moyenne | N              | Moyenne | N                | Moyenne |           |
| Value (million USD)  | 466              | 887     | 312            | 966     | 154              | 725     | 0,4499    |
| Cash                 | 466              | 0,740   | 312            | 0,750   | 154              | 0,721   | 0,5052    |
| Stock                | 466              | 0,045   | 312            | 0,038   | 154              | 0,058   | 0,3619    |
| CashStock            | 466              | 0,107   | 312            | 0,077   | 154              | 0,169   | 0,0071*** |
| InterContinent       | 466              | 0,567   | 312            | 0,564   | 154              | 0,571   | 0,8810    |
| InterBorder          | 466              | 0,275   | 312            | 0,256   | 154              | 0,312   | 0,2192    |
| InterIndustry        | 466              | 0,343   | 312            | 0,353   | 154              | 0,325   | 0,5495    |
| PrePostCov           | 466              | 0,670   | 312            | 1       | 154              | 0       | -         |
| Size (million USD)   | 440              | 19200   | 290            | 21100   | 150              | 15600   | 0,0844*   |
| Assets (million USD) | 466              | 32600   | 312            | 37200   | 154              | 23300   | 0,0242**  |
| Employ               | 462              | 34000   | 310            | 36984   | 152              | 27915   | 0,1690    |
| ROA                  | 466              | 0,094   | 312            | 0,100   | 154              | 0,082   | 0,1047    |
| GrowthSales          | 460              | 0,435   | 306            | 0,420   | 154              | 0,465   | 0,8939    |
| GrowthEmploy         | 461              | 0,403   | 309            | 0,456   | 152              | 0,296   | 0,6152    |
| Liquidity            | 466              | 0,114   | 312            | 0,097   | 154              | 0,149   | 0,0006*** |
| Leverage             | 466              | 0,209   | 312            | 0,216   | 154              | 0,194   | 0,1364    |
| MarketTB             | 440              | 2,974   | 290            | 2,477   | 150              | 3,933   | 0,0047*** |

Ce tableau donne les moyennes des différents paramètres. La colonne « Test » reprend les résultats en p-valeur d'un test de Student sur la différence entre les moyennes des paramètres pour les opérations réalisées avant et après le début de la crise. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

Le choix du mode de paiement a évolué dans le même sens pour les deux groupes, avec une diminution de la proportion de transactions payées en cash et une augmentation des paiements en actions. De plus, cette évolution est davantage marquée pour les entreprises familiales que pour les entreprises non-familiales, le résultat le plus significatif étant pour le paiement en actions par les entreprises familiales. L'utilisation de mode de paiement mixte a également augmenté pour les deux groupes avec l'arrivée de la crise, et les résultats sont cette fois significatifs au seuil de 1 % pour les deux groupes.

Comme dans la section précédente, nous pouvons mettre cela en lien avec le market-to-book ratio moyen des entreprises acquéreuses. En effet, celui-ci a augmenté pour les deux groupes après le début de la crise, mais reste en moyenne plus élevé pour les entreprises familiales. Cela peut expliquer la tendance qu'ont ces entreprises à utiliser des actions pour payer leurs transactions. Malgré le risque de dilution, la surévaluation de leurs actions représente une opportunité pour acquérir des cibles à moindre coût. Mais payer ses opérations de F&A en actions est aussi une manière de partager les risques entre l'acquéreur et la cible (Betton et al., 2008) ce qui pourrait expliquer pourquoi les entreprises, aussi bien familiales que non-familiales, ont augmenté leurs paiements en actions et leurs paiements mixtes avec l'arrivée de la crise.

En ce qui concerne la géographie des transactions, les moyennes des variables *InterContinent* et *InterBorder* ont augmenté pour les entreprises familiales. Ces dernières se sont donc davantage tournées vers des cibles proches après le début de la crise. Ce résultat est similaire pour les entreprises non-familiales. La proportion de transactions réalisées à l'intérieur de leurs frontières domestiques a augmenté, mais cette évolution a été moins importante que pour les entreprises familiales. La proportion de deals réalisés hors Europe a également diminué. Les entreprises familiales et non-familiales semblent donc avoir été impactées dans le même sens par l'arrivée de la crise en ce qui concerne la géographie de leurs transactions, et les deux groupes se sont davantage tournés vers des cibles proches géographiquement. La différence dans la variable *InterContinent* n'est pas significative pour les entreprises familiales mais la p-valeur reste faible, alors qu'elle est beaucoup plus élevée pour les entreprises non-familiales. La différence dans la variable *InterBorder* est significative au seuil de 10 % pour les entreprises familiales mais pas pour les entreprises non-familiales.

Concernant la géographie des opérations, les entreprises familiales ont donc été davantage impactées que les entreprises non-familiales par l'arrivée de la crise.

La variable *InterIndustry* a également évolué avec l'arrivée de la crise. Aussi bien pour les entreprises familiales que non-familiales, la proportion de transactions réalisées sur des cibles appartenant au même secteur que l'acquéreur a diminué, et cette diminution a été plus importante pour les entreprises familiales. Les deux groupes semblent donc avoir été amenés à diversifier leurs activités ou leurs compétences pour s'adapter au changement d'environnement induit par l'arrivée de la crise, mais également pour réduire leur risque en investissant dans d'autres secteurs. Ceci rejoint notre cinquième hypothèse, selon laquelle les entreprises familiales font davantage d'opérations non liées en temps de crise. Les résultats relatifs au secteur ne sont pas significatifs aux seuils habituels, mais la p-valeur reste faible pour les entreprises familiales, alors qu'elle est plus élevée pour les entreprises non-familiales. Une nouvelle fois, les entreprises familiales semblent donc avoir été davantage impactées par la crise.

Les caractéristiques des acquéreurs ont également évolué avec l'arrivée de la crise. Les variables relatives à la taille de ces derniers, c'est-à-dire *Size*, *Assets* et *Employ*, montrent que les acquéreurs sont en moyenne plus petits depuis le début de la crise, et ce pour les deux groupes. Cependant, les résultats sont cette fois davantage significatifs concernant les entreprises non-familiales. L'arrivée de la crise a donc eu moins d'effet sur la taille des acquéreurs familiaux.

Les variables relatives à la performance des acquéreurs montrent que ces derniers ont souffert de la crise, mais le ROA des entreprises familiales reste plus élevé que celui des entreprises non-familiales, et il a également été moins impacté par la crise comme le montre le test sur les moyennes. La différence entre le ROA pré et post crise n'est pas statistiquement différente de 0 pour les entreprises familiales, alors qu'elle est proche du seuil de 10 % pour les entreprises non-familiales. La crise a également eu un impact symétrique sur les niveaux de liquidité et de dette des deux groupes. Chacun a vu son niveau de liquidité augmenter, et son niveau de dette diminuer. En situation d'incertitude, les entreprises ont effectivement tendance à garder leur cash afin de constituer une réserve de sécurité, et diminuer la dette permet de limiter les dépenses obligatoires liées au service de

la dette, et donc de réduire le risque de « distress ». L'effet sur les liquidités est cependant plus significatif, et atteint le seuil de 1 % pour les deux groupes. Cela peut aussi montrer que les entreprises disposant de plus de liquidités ont été moins impactées par la crise et ont pu continuer à procéder à leurs opérations de F&A. Nous voyons donc que les entreprises disposant d'une marge de manœuvre plus importante sont celles qui sont capables de continuer à réaliser des opérations de F&A en temps de crise. Le résultat quant à la variable Leverage n'est pas significatif mais est plus fort pour les entreprises non-familiales.

Finalement, et comme évoqué précédemment, le market-to-book ratio des acquéreurs a augmenté aussi bien pour les entreprises familiales que non-familiales, montrant que les entreprises surévaluées ont su profiter des opportunités offertes par la crise en termes de F&A. Ce résultat est cependant significatif (au seuil de 1 %) uniquement pour les entreprises non-familiales, même si la p-valeur du test concernant les entreprises familiales reste faible.

En regardant tous ces résultats, nous voyons qu'ils évoluent pour la plupart dans le même sens pour les deux sous-groupes suite à l'arrivée de la crise. Mais nous voyons une différence entre les deux sous-groupes en ce qui concerne la significativité des résultats sur les différences de moyenne entre les deux périodes. En effet, nous voyons que concernant les caractéristiques des opérations, les résultats sont davantage significatifs pour les entreprises familiales. Cependant, concernant les caractéristiques des acquéreurs, les résultats sont davantage significatifs pour les entreprises non-familiales. Il semblerait donc que concernant les entreprises familiales, l'arrivée de la crise de la Covid-19 n'a pas eu tant d'effet sur le profil des acquéreurs, mais davantage sur les stratégies de F&A mises en place. Concernant les entreprises non-familiales, le profil des acquéreurs a davantage évolué suite à l'arrivée de la crise, mais la stratégie adoptée en termes de F&A a moins évolué. La crise a donc eu le plus d'effet sur le profil des acquéreurs non-familiaux et sur la stratégie des acquéreurs familiaux.

Pour terminer cette section sur les statistiques descriptives, nous souhaitons revenir sur l'aspect des secteurs des entreprises acquéreuses ainsi que des cibles. Le **Tableau 6** reprend pour les deux périodes, avant et après l'arrivée de la crise de la Covid-19 en Europe, les secteurs d'activités les plus présents parmi les acquéreurs. Le **Tableau 7** présente les

résultats symétriques mais pour les cibles. Dans les deux cas, les données sont pour l'ensemble des 859 transactions.

**Tableau 6** - Secteurs d'activité les plus courants pour les acquéreurs

| Pre Covid-19        |           |      | Post Covid-19       |           |       |
|---------------------|-----------|------|---------------------|-----------|-------|
|                     | Fréquence | %    |                     | Fréquence | %     |
| Commercial Services | 37        | 6,51 | Software            | 40        | 13,75 |
| Software            | 33        | 5,81 | Pharmaceuticals     | 30        | 10,31 |
| Oil&Gas             | 29        | 5,11 | Computers           | 18        | 6,19  |
| Pharmaceuticals     | 28        | 4,93 | Commercial Services | 15        | 5,15  |
| Telecommunications  | 27        | 4,75 | Chemicals           | 12        | 4,12  |
| Chemicals           | 22        | 3,87 | Healthcare-Products | 12        | 4,12  |

**Tableau 7** - Secteurs d'activité les plus courants pour les cibles

| Pre Covid-19             |           |      | Post Covid-19            |           |       |
|--------------------------|-----------|------|--------------------------|-----------|-------|
|                          | Fréquence | %    |                          | Fréquence | %     |
| Commercial Services      | 48        | 8,45 | Software                 | 45        | 15,46 |
| Software                 | 45        | 7,92 | Commercial Services      | 19        | 6,53  |
| Internet                 | 29        | 5,11 | Energy-Alternate Sources | 17        | 5,84  |
| Energy-Alternate Sources | 22        | 3,87 | Telecommunications       | 14        | 4,81  |
| Computers                | 21        | 3,70 | Retail                   | 13        | 4,47  |
| Engineering&Construction | 17        | 2,99 | Pharmaceuticals          | 13        | 4,47  |

Nous remarquons premièrement que le secteur des technologies ainsi que le secteur pharmaceutique sont ceux qui ont su tirer le mieux parti de cette crise, à en voir le nombre d'opérations qu'ils ont réalisé. La part de deals conclus par ces deux secteurs a plus que doublé dans la période suivant le début de la crise.

En ce qui concerne les cibles, nous pouvons voir que la part dans le secteur des Software a presque doublé avec l'arrivée de la crise. Nous pouvons également voir l'arrivée des secteurs des Telecommunications et du Retail pour la période Post Covid-19.

Cela semble correspondre avec les conséquences immédiates qu'a eu l'arrivée de la crise. Les « lockdowns » à répétition ont forcé les entreprises qui n'étaient pas déjà suffisamment présentes dans ce domaine à augmenter leur présence en ligne, et à y proposer leurs produits et services. Les entreprises pharmaceutiques, pour la production de soins et de vaccins, ont pu tirer leur épingle du jeu dans cette crise, mais ont aussi dû entrer en concurrence les unes avec les autres afin d'avoir l'avantage de proposer leurs services en

premier. Ce besoin d'innovation rapide peut expliquer leur position dans le classement des acquéreurs post Covid-19.

Un dernier secteur ayant joué un rôle clé lors de cette crise est celui des télécommunications. Les entreprises du secteur ont pu profiter du besoin soudain de solutions efficaces pour pouvoir communiquer malgré les différentes restrictions.

### 2.2.2 Régressions

Nous allons une nouvelle fois tester l'impact de l'aspect familial des entreprises acquéreuses ainsi que des variables de contrôle sur les différentes caractéristiques des transactions, mais cette fois-ci en divisant l'échantillon en deux parties : la première regroupe les transactions réalisées avant le début de la crise de la Covid-19, et la deuxième celles réalisées après. Cela nous permettra de déterminer si l'effet de l'aspect familial des entreprises, ainsi que celui des variables de contrôle, a évolué avec l'arrivée de la crise.

Les résultats des régressions sont présentés dans le **Tableau 8** pour la période pré Covid-19 et dans le **Tableau 9** pour la période post Covid-19.

La première régression a pour variable dépendante *IValue*. Nous voyons que la variable *Family* a un effet positif sur la valeur de la transaction avant le début de la crise, et un effet négatif et plus significatif après. Il semblerait donc que l'arrivée de la crise ait eu un effet négatif sur la valeur des opérations réalisées par les entreprises familiales. Malgré les résultats de nos statistiques descriptives qui montrent que la valeur moyenne des opérations augmente pour les entreprises familiales, l'aspect familial a donc bien un effet négatif sur la valeur des transactions dans la période post Covid-19. Les entreprises familiales réalisent en moyenne de plus petites opérations que les entreprises non-familiales, et cet effet a été accentué par la crise.

Les variables de contrôle permettant le mieux d'expliquer la valeur des transactions sont celles relatives à la taille de l'acquéreur, ainsi que le ROA pour la période pré Covid-19 et le market-to-book ratio dans la période post Covid-19. Les variables *ISize* et *IAssets* ont un effet positif sur la valeur de la transaction, et ce pour les deux périodes, indiquant que les entreprises plus grandes réalisent des opérations plus importantes.

**Tableau 8** - Régressions des caractéristiques des transactions sur la variable Family et les variables de contrôle pour la période pré Covid-19

|              | IValue  |          | Cash    |          | Stock   |          |
|--------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
|              | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur |
| Family       | 0,1379  | 0,348    | -0,0229 | 0,566    | 0,0134  | 0,441    |
| ISize        | 0,3758  | 0,000*** | -0,0055 | 0,836    | -0,0188 | 0,104    |
| Employ       | 0,0000  | 0,008*** | 0,0000  | 0,180    | 0,0000  | 0,606    |
| IAssets      | 0,3016  | 0,002*** | 0,0336  | 0,199    | 0,0152  | 0,183    |
| ROA          | -4,4669 | 0,000*** | 0,6528  | 0,03**   | -0,5247 | 0,000*** |
| GrowthSales  | 0,0403  | 0,708    | -0,1027 | 0,000*** | 0,0134  | 0,294    |
| GrowthEmploy | -0,0165 | 0,868    | 0,0858  | 0,002*** | -0,0021 | 0,856    |
| Liquidity    | -1,1872 | 0,198    | 0,2973  | 0,235    | -0,0301 | 0,783    |
| Leverage     | 0,7363  | 0,172    | 0,2024  | 0,167    | -0,0765 | 0,232    |
| MarketTB     | -0,0080 | 0,660    | 0,0007  | 0,885    | 0,0005  | 0,823    |
| R2           | 0,4375  |          | 0,0656  |          | 0,1120  |          |

|              | CashStock |          | InterContinent |          | InterBorder |          |
|--------------|-----------|----------|----------------|----------|-------------|----------|
|              | Coef      | p-valeur | Coef           | p-valeur | Coef        | p-valeur |
| Family       | -0,0272   | 0,225    | -0,0096        | 0,831    | -0,0002     | 0,995    |
| ISize        | 0,0224    | 0,133    | -0,1013        | 0,001*** | -0,1107     | 0,000*** |
| Employ       | 0,0000    | 0,483    | 0,0000         | 0,250    | 0,0000      | 0,671    |
| IAssets      | -0,0490   | 0,001*** | 0,0585         | 0,048**  | 0,0927      | 0,000*** |
| ROA          | -0,1884   | 0,264    | 0,2480         | 0,463    | 0,3345      | 0,257    |
| GrowthSales  | 0,0995    | 0,000*** | -0,0081        | 0,807    | -0,0123     | 0,669    |
| GrowthEmploy | -0,0909   | 0,000*** | 0,0107         | 0,726    | 0,0166      | 0,532    |
| Liquidity    | -0,2143   | 0,129    | -0,2752        | 0,330    | 0,4508      | 0,068*   |
| Leverage     | -0,0983   | 0,233    | 0,0299         | 0,856    | 0,0652      | 0,651    |
| MarketTB     | -0,0032   | 0,247    | 0,0049         | 0,373    | 0,0063      | 0,191    |
| R2           | 0,1346    |          | 0,0451         |          | 0,0454      |          |

|              | InterIndustry |          |
|--------------|---------------|----------|
|              | Coef          | p-valeur |
| Family       | 0,0720        | 0,108    |
| ISize        | 0,0211        | 0,475    |
| Employ       | 0,0000        | 0,444    |
| IAssets      | -0,0061       | 0,835    |
| ROA          | 0,0009        | 0,998    |
| GrowthSales  | 0,0266        | 0,417    |
| GrowthEmploy | -0,0259       | 0,392    |
| Liquidity    | 0,5332        | 0,058*   |
| Leverage     | 0,2189        | 0,182    |
| MarketTB     | 0,0002        | 0,968    |
| R2           | 0,0216        |          |

Ce tableau donne les résultats des régressions des variables représentant les caractéristiques des opérations de F&A sur la variable Family ainsi que sur les différentes variables de contrôle. Pour chaque variable, nous pouvons retrouver la valeur du coefficient ainsi que les résultats en p-valeur du test sur la significativité statistique de chaque variable. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

**Tableau 9** - Régressions des caractéristiques des transactions sur la variable Family et les variables de contrôle pour la période post Covid-19

|              | IValue  |          | Cash    |          | Stock   |          |
|--------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
|              | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur | Coef    | p-valeur |
| Family       | -0,3436 | 0,108    | -0,0508 | 0,339    | 0,0522  | 0,091*   |
| ISize        | 0,2457  | 0,064*   | -0,0548 | 0,096*   | -0,0066 | 0,729    |
| Employ       | 0,0000  | 0,007*** | 0,0000  | 0,578    | 0,0000  | 0,432    |
| IAssets      | 0,4667  | 0,001*** | 0,0833  | 0,012**  | 0,0011  | 0,956    |
| ROA          | -0,9379 | 0,490    | 0,9564  | 0,005*** | -0,5716 | 0,004*** |
| GrowthSales  | 0,0356  | 0,609    | 0,0058  | 0,736    | 0,0055  | 0,584    |
| GrowthEmploy | 0,2017  | 0,205    | -0,0643 | 0,104    | 0,0209  | 0,362    |
| Liquidity    | 0,1970  | 0,816    | 0,0871  | 0,679    | -0,3123 | 0,011**  |
| Leverage     | -0,6250 | 0,392    | 0,4019  | 0,027**  | -0,2416 | 0,022**  |
| MarketTB     | 0,0508  | 0,018**  | -0,0065 | 0,220    | 0,0009  | 0,777    |
| R2           | 0,4626  |          | 0,2046  |          | 0,1011  |          |

|              | CashStock |          | InterContinent |          | InterBorder |          |
|--------------|-----------|----------|----------------|----------|-------------|----------|
|              | Coef      | p-valeur | Coef           | p-valeur | Coef        | p-valeur |
| Family       | -0,0124   | 0,775    | 0,0652         | 0,281    | 0,0203      | 0,721    |
| ISize        | 0,0627    | 0,020**  | -0,0818        | 0,029**  | -0,0985     | 0,006*** |
| Employ       | 0,0000    | 0,720    | 0,0000         | 0,968    | 0,0000      | 0,336    |
| IAssets      | -0,0849   | 0,002*** | 0,0292         | 0,437    | 0,0281      | 0,428    |
| ROA          | -0,1532   | 0,580    | 0,3390         | 0,378    | 0,1492      | 0,680    |
| GrowthSales  | -0,0063   | 0,655    | -0,0014        | 0,941    | -0,0350     | 0,060*   |
| GrowthEmploy | 0,0536    | 0,099*   | 0,0704         | 0,118    | 0,0647      | 0,128    |
| Liquidity    | 0,3098    | 0,073*   | -0,0620        | 0,796    | -0,3455     | 0,127    |
| Leverage     | -0,3336   | 0,025**  | -0,2300        | 0,266    | -0,2173     | 0,264    |
| MarketTB     | 0,0001    | 0,985    | -0,0095        | 0,116    | -0,0117     | 0,040**  |
| R2           | 0,2130    |          | 0,0950         |          | 0,1464      |          |

|              | InterIndustry |          |
|--------------|---------------|----------|
|              | Coef          | p-valeur |
| Family       | 0,0023        | 0,970    |
| ISize        | -0,0563       | 0,131    |
| Employ       | 0,0000        | 0,196    |
| IAssets      | 0,0750        | 0,045**  |
| ROA          | 0,8684        | 0,024**  |
| GrowthSales  | 0,0262        | 0,181    |
| GrowthEmploy | 0,0001        | 0,997    |
| Liquidity    | 0,3497        | 0,143    |
| Leverage     | 0,0854        | 0,677    |
| MarketTB     | 0,0047        | 0,440    |
| R2           | 0,0463        |          |

Ce tableau donne les résultats des régressions des variables représentant les caractéristiques des opérations de F&A sur la variable Family ainsi que sur les différentes variables de contrôle. Pour chaque variable, nous pouvons retrouver la valeur du coefficient ainsi que les résultats en p-valeur du test sur la significativité statistique de chaque variable. Les indices de significativité statistique à 10%, 5% et 1% sont symbolisés par \*, \*\* et \*\*\*.

Nous pouvons cependant noter que pour la période post Covid-19, c'est le total de l'actif qui a le plus d'effet. Les coefficients de la variable *Employ* sont significatifs mais très faibles, et n'ont donc pas beaucoup d'effet. La variable *ROA* a un coefficient négatif dans les deux périodes, indiquant comme précédemment que les entreprises les plus rentables réalisent de plus petites opérations. Ce coefficient diminue cependant fortement et perd sa significativité dans la période post Covid, indiquant que les entreprises plus performantes ont connu un regain de leurs opérations durant cette période, soit pour profiter d'opportunités offertes par la crise, soit pour s'adapter au nouvel environnement. Finalement, la variable *MarketTB* a un coefficient positif et significatif dans la période post Covid-19, ce qui montre que les entreprises davantage surévaluées ont su profiter des opportunités offertes par l'arrivée de la crise pour réaliser des deals plus importants.

Le sens de l'effet de la variable *Family* sur les variables *Cash* et *Stock* ne varie pas entre les deux périodes pré et post Covid-19. Les entreprises familiales semblent donc toujours avoir tendance à utiliser moins de cash pour payer leurs transactions par rapport aux entreprises non-familiales, et à préférer l'utilisation d'actions par rapport à ce deuxième groupe. L'utilisation d'actions ayant un lien positif avec le market-to-book ratio alors que l'utilisation de cash est affectée négativement par ce dernier dans la période post Covid-19, le fait que les entreprises familiales aient un market-to-book ratio en moyenne plus élevé que les entreprises non-familiales pourrait expliquer cette préférence pour les paiements par action, bien que l'effet de la variable *MarketTB* ne soit pas significatif.

Parallèlement aux modes de paiement uniques, le sens de la relation avec le mode de paiement mixte, représenté par la variable *CashStock*, ne change pas avec l'arrivée de la crise, et les entreprises familiales semblent être moins intéressées par ce type de paiement. La variable perd cependant en significativité et en valeur dans la période post Covid-19, ce qui rejoint le résultat de nos statistiques descriptives qui montrait que les entreprises familiales utilisent davantage de paiements mixtes après le début de la crise.

Parmi les variables de contrôle, celle permettant le mieux d'expliquer le choix du mode de financement est la variable *ROA*. Comme expliqué précédemment, les entreprises plus rentables, qui génèrent aussi plus de liquidités à travers leur résultat net, préfèrent payer leurs transactions en cash, et ce pour les deux périodes. Les variables relatives à la

croissance de l'entreprise, soit *GrowthSales* et *GrowthEmploy* sont significatives pour la première période mais donnent des indications opposées sur l'utilisation des différents modes de paiement, et sont donc difficiles à interpréter. Finalement, les variables relatives à la part de cash et de dette deviennent significatives dans la période post Covid-19. Les entreprises davantage endettées, ainsi que celles disposant de plus de liquidités, préfèrent payer leurs transactions en cash. Nous obtenons des relations similaires mais non significatives dans la période pré Covid-19. Cela semble logique car générer de la dette est aussi un moyen de disposer de plus de cash pour payer des transactions de F&A.

En ce qui concerne la géographie des transactions, celle-ci évolue également avec l'arrivée de la crise. Alors que le fait d'être une entreprise familiale influençait négativement la réalisation d'opération à l'intérieur des frontières domestiques avant la crise, cette relation devient positive dans la période post Covid-19. Les entreprises familiales semblent donc avoir recentré leurs opérations vers des cibles plus proches, ce qui confirme les résultats de nos statistiques descriptives. Cela peut s'expliquer par les difficultés particulières qu'a amené la crise de la Covid-19 en matière de transport et de communication, ce qui a rendu la réalisation de deals plus lointains davantage compliquée à réaliser. Mais la variable *Family* n'est cependant pas significative dans les régressions relatives à la géographie.

L'effet des variables de taille sur les variables relatives à la géographie des transactions est similaire que lors de notre analyse pour l'échantillon entier, et ce pour les deux périodes. Les entreprises plus grandes en termes de capitalisation se tournent davantage vers des opérations internationales, alors que celles plus importantes en termes d'actifs se tournent plus vers des deals domestiques. Une autre variable explicative pour la période post Covid-19 est la variable *MarketTB*. Avec l'arrivée de la crise, les entreprises plus surévaluées semblent s'être davantage tournées vers des opérations internationales qu'avant la crise.

Finalement, la dernière régression porte sur l'aspect du secteur. Le signe du coefficient de la variable *Family* pour la régression avec la variable *InterIndustry* reste positif dans les deux périodes, mais évolue tout de même. Le coefficient diminue fortement lors de la deuxième période, et alors qu'il est presque significatif au seuil de 10 % pour la période pré Covid-19, indiquant que les entreprises familiales ont davantage tendance à réaliser des opérations au sein du même secteur, la p-valeur augmente fortement lors de la seconde période. Les

entreprises familiales semblent donc s'être davantage tournées vers des transactions de diversification après l'arrivée de la crise, ce qui rejoint une nouvelle fois les résultats de nos statistiques descriptives.

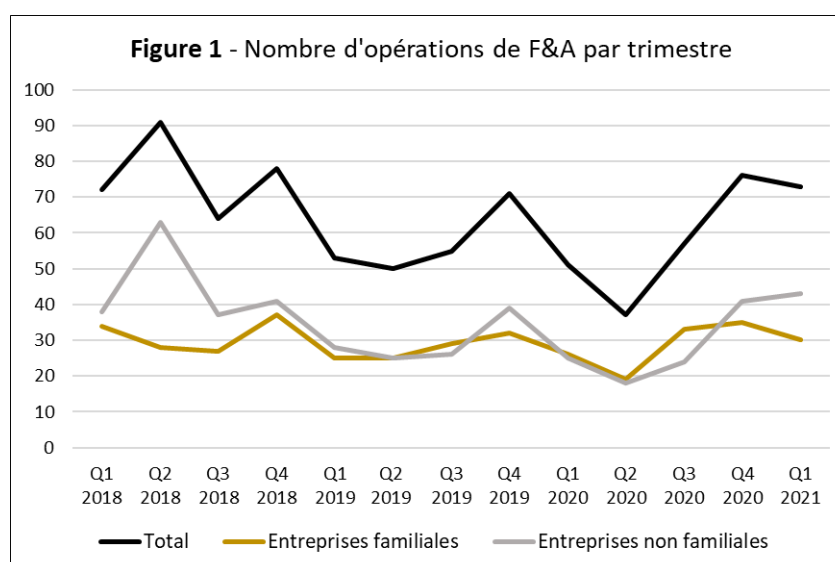
Les variables de contrôle significatives dans cette régression sont *Liquidity* pour la période pré Covid-19 ainsi que *Assets* et *ROA* pour la deuxième période. Le coefficient de *Liquidity* reste positif dans les deux cas, tandis que celui de *ROA* passe de presque nul et non significatif à positif et significatif au seuil de 5 %. Cela nous montre qu'avec l'arrivée de la crise, les entreprises en meilleure santé, qui peut-être n'avaient pas besoin de prendre des risques ou de tenter de se diversifier pour s'adapter à l'environnement changeant étant donné leur marge de manœuvre suffisante, ont préféré se tourner vers des opérations proches au niveau du secteur. La relation évolue dans le même sens pour la variable *Assets*, qui passe de négative et non significative à positive et significative, tandis que l'effet de la variable *Size* passe de positif à négatif. Nous pouvons une nouvelle fois mettre cela en lien avec notre explication en termes de secteur que sous-entendent ces deux variables. En effet, une capitalisation boursière élevée peut par exemple représenter une entreprise générant beaucoup de valeur mais avec cette dernière étant plus largement dématérialisée, comme les entreprises technologiques par exemple. Dans le contexte de la crise de la Covid-19, l'évaluation de ce type d'entreprise a moins été impactée par les limitations de déplacement par exemple, étant donné que la valeur ne se trouve pas dans des actifs physiques. A l'opposé, les entreprises plus grandes en termes de total de l'actif peuvent représenter des secteurs plus intensifs en capital, comme l'industrie pour prendre un exemple. Dans ce cas, la limitation des voyages a été plus problématique car cela a rendu impossible la visite des actifs physiques comme des usines ou des lignes de production sur place, ce qui a rendu la réalisation des opérations de F&A plus compliquée, et a pu conduire ces entreprises à se tourner vers des cibles d'un secteur connu afin de faciliter les évaluations préalables aux opérations de F&A.

### 2.3 Aspects macroéconomiques

Les caractéristiques internes des acquéreurs ne sont pas les seuls éléments qui déterminent leur comportement face aux opérations de F&A. Ces derniers sont également influencés par l'environnement dans lequel ils évoluent. Un autre élément important concerne donc les

facteurs macroéconomiques, avec des forces de nature technologique, économique, politique et sociale qui influencent la réalisation d'opérations de F&A (Auster & Sirower, 2002). Harford (2005) nous dit que deux éléments importants qui influencent la réalisation de F&A, et qui entrent en jeu dans la formation de vagues, sont la présence de liquidités suffisantes dans l'économie ainsi que la présence de coûts de transaction suffisamment faibles. Des éléments comme le produit intérieur brut, la performance des marchés financiers, les taux d'intérêt ou l'inflation sont également liés à l'activité de F&A.

Le contexte caractérisant la période que nous avons étudié, avec notamment des acquéreurs disposant de liquidités importantes et des coûts de transaction faibles grâce aux taux d'intérêt, est donc favorable à la réalisation de F&A et ce malgré les difficultés amenées par la crise de la Covid-19. Les entreprises ayant su le mieux supporter cette crise disposaient des éléments externes favorables à la réalisation d'opérations. C'est ainsi que nous voyons que les opérations conclues après le début de la crise l'ont été par des entreprises disposant en moyenne d'une plus grande proportion de liquidités dans leur bilan, et les taux bas permettent également de financer des opérations pour un coût plus modéré. Cela peut avoir permis de maintenir le niveau d'activité des F&A, étant donné que la majorité des opérations sont payées en cash. Regardons tout d'abord la répartition des opérations constituant notre échantillon au cours du temps, qui est présentée sur la **Figure 1**.

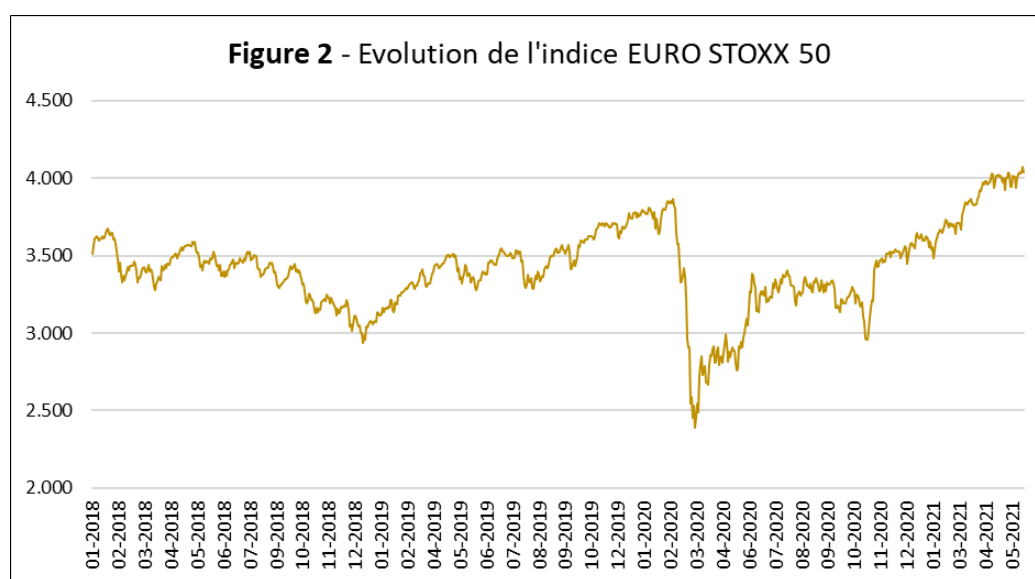


Nous pouvons voir qu'à l'exception du deuxième trimestre de 2018, le nombre d'opérations opérées par des entreprises familiales et non-familiales a été assez proche et assez stable. En ce qui concerne l'effet de la crise, une diminution du nombre de transactions commence à se

faire sentir au premier trimestre de 2020, avec un effet plus marqué au deuxième trimestre. Mais l'activité reprend assez rapidement.

D'après Rhodes–Kropf et al. (2005) bien que les vagues de F&A coïncident avec des chocs au sein des industries concernées, supportant ainsi l'hypothèse néoclassique, la valeur des entreprises sur les marchés a aussi un pouvoir explicatif sur les opérations de F&A, et plus particulièrement sur le niveau de l'activité, sur le fait d'être un acquéreur ou une cible et sur le mode de paiement. Ainsi, plus d'opérations auront tendance à être réalisées quand les marchés sont en croissance, et les entreprises surévaluées seront davantage amenées à se trouver en position d'acquéreur et à utiliser des actions comme mode de paiement.

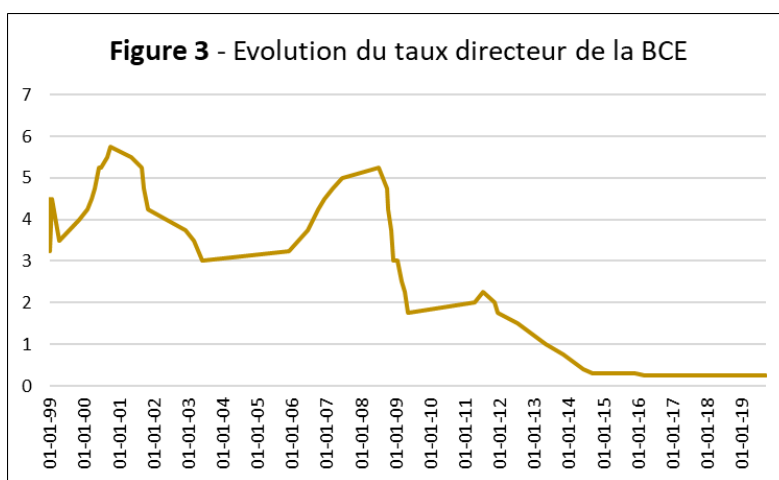
Nous pouvons voir cette évolution des marchés financiers sur la **Figure 2**. Celle-ci présente l'évolution de l'indice EURO STOXX 50, qui est construit à partir des 50 sociétés ayant la plus haute capitalisation boursière au sein de la zone Euro. Nous utilisons cet indice sur la zone Euro car il n'existe pas d'indice au niveau de l'Union européenne.



Nous voyons que l'indice chute entre le 20 février et le 18 mars 2020 suite au début de la crise de la Covid-19 en Europe, avant d'entamer assez rapidement une reprise et même de dépasser à partir d'avril 2021 les niveaux d'avant crise. Les conditions quant aux marchés financiers semblent donc à nouveau remplies pour un niveau élevé d'opérations de F&A. Cela pourrait expliquer pourquoi, dans notre échantillon, les niveaux de transactions semblent assez peu impactés par l'arrivée de la crise et remontent au niveau d'avant crise à partir du troisième trimestre de 2020. Cela pourrait aussi expliquer pourquoi, dans notre

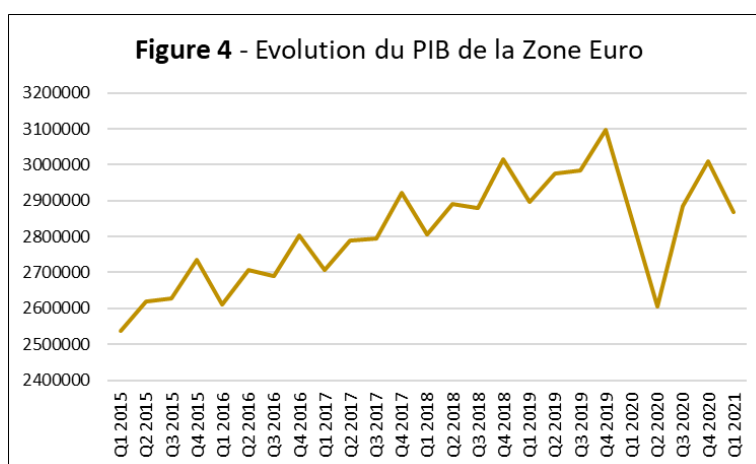
échantillon, l'utilisation d'actions comme mode de paiement augmente après la crise, même pour les entreprises familiales.

Un autre facteur facilitateur des transactions de F&A est le niveau des taux d'intérêt. La **Figure 3** montre l'évolution du taux directeur de la BCE. De fait, ce dernier est très bas depuis plusieurs années, ce qui est une bonne chose en termes de F&A car cela rend l'accès au capital plus facile et il est donc moins coûteux de financer des opérations. Ces taux bas accompagnés des mesures mises en place par la BCE pour soutenir l'économie européenne et l'aider à faire face à la crise de la Covid-19 devraient aider les entreprises à poursuivre leurs stratégies de croissance.

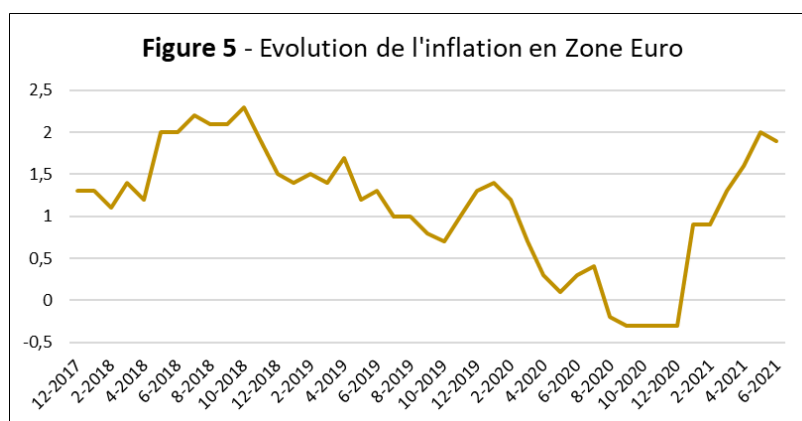


Source : ECB Statistical Data Warehouse

Finalement, l'évolution du PIB (**Figure 4**) qui a presque retrouvé son niveau d'avant crise après une chute aux deux premiers trimestres de 2020, et l'évolution de l'inflation (**Figure 5**) qui, après être tombée à des niveaux négatifs fin 2020, est retournée au niveau de 2018 début 2021, nous montrent que l'activité a repris assez rapidement après la crise.



Source : ECB Statistical Data Warehouse



Source : ECB Statistical Data Warehouse

Pour terminer, nous souhaitons mentionner qu'il s'agit ici d'une première analyse alors que la crise de la Covid-19 n'est pas encore totalement terminée. Les opérations de F&A se construisent dans le temps et il se déroule plusieurs mois entre l'annonce et la conclusion d'une transaction. Comme expliqué dans la revue de la littérature par exemple, certaines opérations conclues au début de la crise avaient été initiées avant le début de celle-ci, et il n'est donc pas facile d'analyser l'effet de la crise car nous n'avons pas encore beaucoup de recul pour le mesurer avec précision. Ce travail se focalise donc sur les effets que la crise de la Covid-19 a eu sur le marché des F&A européennes à court terme, mais l'effet à long terme, s'il y en a un, ne peut pas encore être analysé.

### 3 Résumé

Notre première analyse s'intéresse aux différences entre les entreprises familiales et non-familiales en tant qu'acquéreurs dans des opérations de F&A.

En ce qui concerne les différences entre les caractéristiques de ces entreprises, les résultats de nos statistiques descriptives montrent que les entreprises familiales sont de taille moins importante mais elles sont cependant plus rentables et génèrent un plus grand résultat en proportion de leur taille par rapport aux entreprises non-familiales. Les résultats des tests de différence entre les moyennes pour ces variables sont également significatifs. Les entreprises familiales sont aussi en moyenne davantage surévaluées. Nous trouvons qu'elles croissent moins vite que les entreprises non-familiales, mais ces résultats ne sont pas significatifs, tout comme ceux concernant la structure de leur capital qui n'est pas significativement différente de celle des entreprises non-familiales.

Concernant leur comportement en tant qu'acquéreur, nous trouvons que les entreprises familiales réalisent des opérations en moyenne plus petites et qu'elles payent davantage d'opérations en actions par rapport aux entreprises non-familiales. Ces résultats sont significatifs mais surprenants car selon la littérature, les entreprises familiales préfèrent éviter de payer leurs opérations en actions, car cela peut mener à une dilution de leur pouvoir sur l'entreprise, mais nous pouvons tenter de l'expliquer par différents facteurs comme leur market-to-book ratio plus élevé dans notre échantillon, ainsi que par la part de possession de la famille dans l'entreprise. En plus de réaliser des opérations en moyenne plus petites, les entreprises familiales sont aussi plus prudentes et préfèrent viser des cibles plus proches tant au niveau de la géographie que du secteur. Les résultats concernant ces variables ne sont pas significatifs aux seuils habituels, mais leurs p-valeurs restent cependant assez faibles. Nous trouvons donc que les entreprises familiales sont différentes des entreprises non-familiales principalement en ce qui concerne leur taille et leur performance. Le résultat concernant la surévaluation n'est pas significatif aux seuils habituels mais s'en approche. Quant à leur stratégie de F&A, celle-ci diffère de celle des entreprises non-familiales principalement en ce qui concerne la taille de la cible choisie et le mode de paiement. Les résultats concernant la géographie et le secteur ne sont pas significatifs aux seuils habituels mais s'en approchent également.

Les résultats de nos régressions sont cohérents avec les statistiques descriptives en ce qui concerne l'effet de l'aspect familial des acquéreurs sur les caractéristiques des transactions. Nous trouvons ainsi que le caractère familial a un effet négatif sur la valeur des transactions et l'utilisation de cash comme mode de paiement, alors qu'il a un effet positif sur l'utilisation d'actions ainsi que sur la propension à réaliser des opérations plus proches géographiquement et moins diversifiées. Cependant, les coefficients de notre variable *Family* ne sont pas toujours significatifs sur le plan statistique, et d'autres caractéristiques des acquéreurs influencent donc plus certaines caractéristiques des transactions. La taille de l'acquéreur est ainsi l'aspect qui explique le plus la valeur de la transaction ainsi que l'aspect de la géographie, alors que le choix du mode de paiement et la question de la diversification du secteur sont le plus expliqués par la rentabilité et la proportion de liquidités et de dettes des acquéreurs.

Notre seconde analyse s'intéresse aux différences dans le comportement d'acquéreur des entreprises familiales et non-familiales avant et après l'arrivée de la crise de la Covid-19.

Nos statistiques descriptives montrent que la taille des acquéreurs ainsi que leur rentabilité ont diminué avec l'arrivée de la crise, tout comme leur croissance, et ce aussi bien pour les entreprises familiales que non-familiales (excepté pour la croissance des ventes des entreprises non-familiales qui a augmenté). Cependant, les résultats de nos tests de différence de moyennes entre les deux périodes ne sont significatifs que concernant la taille des entreprises non-familiales. Ces deux groupes ont également vu leur niveau de liquidités et leur market-to-book ratio augmenter, mais leur niveau de dettes diminuer. Nous obtenons des résultats significatifs concernant les liquidités. Le résultat concernant le market-to-book ratio des entreprises non-familiales est significatif. Concernant le niveau de dettes, les résultats ne sont pas significatifs mais la p-valeur est beaucoup plus faible dans le groupe des entreprises non-familiales.

Cela nous montre que les entreprises ayant réalisé des opérations après le début de la crise étaient plus petites et généraient en moyenne moins de revenus et de croissance, mais étaient aussi en meilleure santé financière et étaient davantage surévaluées. Mais nous voyons aussi que les caractéristiques des acquéreurs ont évolué davantage pour le groupe des entreprises non-familiales suite à l'arrivée de la crise. Nous trouvons moins de différences entre les caractéristiques des entreprises familiales ayant réalisé des opérations de F&A avant et après le début de la crise.

Concernant les caractéristiques des opérations, nos statistiques descriptives nous montrent que la valeur moyenne des transactions a augmenté pour les entreprises familiales et diminué pour les entreprises non-familiales, mais ces résultats ne sont pas significatifs. Les deux groupes ont augmenté leur utilisation d'actions et de modes de paiement mixtes et ont diminué leur utilisation de cash pour payer leurs transactions. Nos résultats concernant le mode de paiement sont davantage significatifs pour les entreprises familiales que non-familiales. Les entreprises familiales se sont également davantage tournées vers des cibles de secteurs diversifiés et vers des opérations proches géographiquement après le début de la crise. Les résultats évoluent dans le même sens pour les entreprises non-familiales, mais

une nouvelle fois ces résultats sont plus significatifs pour les entreprises familiales que pour les entreprises non-familiales.

Cela nous montre qu'après l'arrivée de la crise, les acquéreurs se sont tournés vers des cibles plus proches au niveau de la géographie et plus éloignées au niveau du secteur, et ont préféré les modes de paiement par actions ou par mélange de cash et d'actions. Mais nous voyons aussi que les caractéristiques des opérations ont évolué davantage pour les entreprises familiales suite à l'arrivée de la crise. Nous trouvons moins de différences dans le comportement d'acquisition des entreprises non-familiales suite à l'arrivée de la crise de la Covid-19.

Les résultats de nos régressions montrent que la variable représentant le caractère familial des acquéreurs influence négativement la valeur des transactions après le début de la crise. Bien que la valeur moyenne ait augmenté, il semblerait donc que la crise ait eu un impact négatif sur la valeur des transactions réalisées par les entreprises familiales. L'utilisation de cash reste négativement et l'utilisation d'actions positivement liée au caractère familial des acquéreurs pour les deux périodes. Le signe des coefficients change entre les deux périodes pour les régressions concernant l'aspect géographique des transactions, et montre que les entreprises familiales se tournent vers des cibles plus proches après le début de la crise. Finalement, l'effet de l'aspect familial sur le secteur, qui est positif et proche du seuil de significativité de 10 % avant la crise, devient presque nul et est non significatif après le début de la crise, ce qui montre que les entreprises familiales se sont davantage tournées vers des opérations leur permettant de se diversifier lors de la seconde période. Il faut cependant noter une nouvelle fois que le caractère familial ou non des acquéreurs n'est pas ce qui explique le mieux les variations des variables dépendantes sur les deux périodes. Ainsi, la valeur des transactions ainsi que l'aspect de la géographie sont davantage expliqués par la taille des acquéreurs, tandis que le choix du mode de paiement et l'aspect du secteur sont davantage expliqués par la rentabilité et la santé financière des acquéreurs.

## Conclusion

---

Nous analysons les effets qu'ont d'une part le caractère familial des acquéreurs et d'autre part l'arrivée d'une crise sur la stratégie d'entreprises européennes en termes de F&A.

Nous trouvons que les entreprises familiales adoptent en moyenne une stratégie différente de celle des entreprises non-familiales quand elles réalisent des opérations de F&A. Nos résultats sont cohérents avec la littérature en ce qui concerne la taille des opérations, le choix de la cible en termes de secteur et de géographie, ainsi que pour la réaction à l'arrivée d'une crise. Ainsi, nous trouvons que les entreprises familiales réalisent de plus petites opérations que les entreprises non-familiales. Nous trouvons qu'elles préfèrent réaliser des opérations proches au niveau sectoriel, ce qui rejoint la partie de la littérature qui s'intéresse au risque que représentent les opérations diversifiées pour le caractère familial d'une entreprise. Nous trouvons également que les entreprises familiales préfèrent réaliser des opérations plus proches géographiquement. Cependant, nos résultats concernant le choix du mode de paiement ne sont pas en accord avec ce qui ressort de la littérature. En effet, bien que nos résultats montrent que les entreprises familiales réalisent plus d'opérations payées en cash qu'en actions, nous trouvons qu'elles payent davantage d'opérations en actions que les entreprises non-familiales.

Concernant l'effet de la crise, nous trouvons que les entreprises familiales et non-familiales réalisant des opérations après la crise disposent d'une plus grande marge de manœuvre et que les entreprises familiales réalisent davantage d'opérations non liées après le début de la crise, ce qui est en accord avec la littérature. Nous trouvons également que la stratégie des entreprises familiales pour leurs opérations de F&A a évolué avec l'arrivée de la crise de la Covid-19. Ainsi, nous trouvons que les entreprises familiales réalisent en moyenne des opérations plus petites que les entreprises non-familiales en termes de valeur, et que cet effet est accentué par l'arrivée de la crise. Nous trouvons que les deux groupes augmentent leur utilisation d'actions comme mode de paiement après le début de la crise, mais cet effet est plus significatif pour les entreprises familiales. Nous trouvons également que les entreprises familiales et non-familiales réalisent davantage d'opérations proches géographiquement après le début de la crise, mais cet effet est plus fort et plus significatif

pour les entreprises familiales. Finalement, nous trouvons que les deux groupes réalisent davantage d'opérations diversifiées après le début de la crise, et une nouvelle fois cet effet est plus fort et plus significatif pour les entreprises familiales.

Les entreprises familiales de notre échantillon semblent donc bien adopter une stratégie différente en termes de F&A par rapport aux entreprises non-familiales en ce qui concerne la valeur de la transaction, le choix du mode de paiement, ainsi que l'aspect du secteur et de la géographie. Dans le contexte de la crise de la Covid-19, les entreprises familiales ont davantage fait évoluer leur stratégie de F&A que les entreprises non-familiales. Nos résultats montrent que concernant les entreprises non-familiales, les caractéristiques des acquéreurs ont évolué mais les caractéristiques des transactions sont restées plus stables. Nous trouvons un résultat inverse concernant les entreprises familiales, c'est-à-dire que les caractéristiques des acquéreurs sont restées assez stables mais les caractéristiques des opérations de F&A ont évolué davantage. La crise de la Covid-19 semble donc avoir eu à court terme un impact sur la nature des acquéreurs non-familiaux ainsi que sur la stratégie de F&A des acquéreurs familiaux.

Pour terminer, nous souhaitons évoquer les limites de notre étude. Premièrement, celle-ci a été réalisée assez tôt, alors que la crise n'était pas encore terminée. Comme mentionné, certains effets sont différés et prennent du temps à se réaliser, comme les F&A d'entreprises qui feront défaut à la suite de la crise. Il a également été mentionné le fait que l'activité de 2020 a été en partie soutenue par des transactions prévues avant l'arrivée de la crise. Il serait donc intéressant de voir postérieurement à la crise si le volume de deals diminuera car moins de transactions auront été prévues et entamées pendant cette période, ou si ces effets varient en fonction des secteurs d'activité qui ont été touchés différemment par la crise. Ce travail s'est intéressé aux effets qu'a eu la crise de la Covid-19 à court terme, mais des effets à long terme sont également possibles. Aussi, notre étude porte sur les entreprises européennes, mais la gestion de la crise a été très différente de par le monde, et son timing a également beaucoup varié selon les continents. Il serait donc intéressant de comparer la situation européenne avec d'autres zones géographiques.

Une dernière limite de ce travail concerne la taille de l'échantillon que nous avons utilisé. Notre échantillon contient 859 opérations de F&A, mais nous avons été amenés à le diviser

en plusieurs sous-échantillons afin de réaliser nos analyses. Nous nous sommes donc parfois reposés sur des échantillons plus restreints, par exemple notre échantillon d'opérations réalisées par des entreprises familiales durant la période post Covid-19 contient 137 opérations. Une étude basée sur un échantillon plus important, qui reprend par exemple les acquéreurs non cotés, pourrait également être intéressante.

## Bibliographie

---

Adhikari, H. P., & Sutton, N. K. (2016). All in the family : The effect of family ownership on acquisition performance. *Journal of Economics and Business*, 88, 65-78.

doi:10.1016/j.jeconbus.2016.08.001

Aktas, N., Centineo, S., & Croci, E. (2016). Value of Control in Family Firms : Evidence from Mergers and Acquisitions. *Multinational Finance Journal*, 20(2), 85-126.

Auster, E., & Sirower, M. (2002). The Dynamics of Merger and Acquisition Waves. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 38, 216-244. doi:10.1177/00286302038002005

Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841. doi:10.1016/j.jbankfin.2008.09.017

Betton, S., Eckbo, B., & Thorburn, K. (2008). Corporate Takeovers. *Handbook of Corporate Finance*, 2, 293-416.

Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance : Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.

doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.11.001

Damodaran, A. (2011). The Value of Control : Implications for Control Premiums, Minority Discounts and Voting Share Differentials. *NYU Journal of Law & Business*, 8(2), 487-504.

De Massis, A., Eddleston, K. A., & Rovelli, P. (2021). Entrepreneurial by Design : How Organizational Design Affects Family and Non-family Firms' Opportunity Exploitation. *Journal of Management Studies*, 58(1), 27-62. doi:10.1111/joms.12568

De Massis, A., & Rondi, E. (2020). Covid-19 and the Future of Family Business Research. *Journal of Management Studies*, 57(8), 1727-1731. doi:10.1111/joms.12632

De Massis, A., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2008). Factors Preventing Intra-Family Succession. *Family Business Review*, 21(2), 183-199. doi:10.1111/j.1741-6248.2008.00118.x

Defrancq, C., Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2016). Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy : Empirical evidence from Continental Europe. *Journal of Family Business Strategy*, 7(4), 210-226. doi:10.1016/j.jfbs.2016.11.002

Eugster, N. (2015). Ownership Structure and Mergers and Acquisitions Decisions : Are Family Firms Different Acquirers? *SSRN Electronic Journal*. doi.org:10.2139/ssrn.2647878

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. doi:10.2307/2329112

Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2012). The Life Cycle of Family Ownership : International Evidence. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1675-1712.

Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. (2018). In the Horns of the Dilemma : Socioemotional Wealth, Financial Wealth, and Acquisitions in Family Firms. *Journal of Management*, 44(4), 1369-1397. doi:10.1177/0149206315614375

Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560. doi:10.1016/j.jfineco.2004.05.004

Klasa, S. (2007). Why Do Controlling Families of Public Firms Sell Their Remaining Ownership Stake? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 339-367.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

Lockamy, A., Carson, C. M., & Lohrke, F. T. (2016). An evaluation of key determinants preventing intra-family business succession. *Journal of Family Business Management*, 6(1). doi:10.1108/JFBM-01-2015-0002

Meier, O., & Schier, G. (2009). *Fusions Acquisitions* (3<sup>e</sup> édition). Paris: Dunod. doi:10.3917/dunod.meier.2019.02

Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2010). Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31(2), 201-223.

Ossorio, M. (2019). Cross-border acquisitions and family businesses. *EuroMed Journal of Business*, 14(2), 78-91. doi:10.1108/EMJB-05-2018-0033

Patel, P. C., & Fiet, J. O. (2011). Knowledge Combination and the Potential Advantages of Family Firms in Searching for Opportunities. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35(6), 1179-1197. doi:10.1111/j.1540-6520.2011.00497.x

PitchBook (2021). *2020 Annual European M&A Report*. A l'adresse <https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-european-ma-report>

PitchBook (2020). *Q1 2020 European M&A Report*. A l'adresse <https://pitchbook.com/news/reports/q1-2020-european-ma-report>

PitchBook (2020). *Q2 2020 European M&A Report*. A l'adresse <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2020-european-ma-report>

PitchBook (2020). *Q3 2020 European M&A Report*. A l'adresse <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2020-european-ma-report>

Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity : The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603. doi:10.1016/j.jfineco.2004.06.015

Rosenkranz, C., & Wulf, T. (2019). Behavioral Integration as a Relational Governance Mechanism in Family Firms. The Moderating Role of Family Involvement in Management. *Journal of Small Business Management*, 57(3), 801-819. doi:10.1111/jsbm.12325

Shim, J., & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 193-203. doi:10.1016/j.jbankfin.2010.07.027

Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing Resources : Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358. doi:10.1111/1540-8520.t01-1-00013

Tesolin, G. (2010). *Difficulté d'évaluation de la cible et rendements anormaux des acquéreurs à l'annonce de fusions et acquisitions*. Université Catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.

Wan, W. P., & Yiu, D. W. (2009). From Crisis to Opportunity : Environmental Jolt, Corporate Acquisitions, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 30(7), 791-801.

Wright, M., & Kellermanns, F. W. (2011). Family firms : A research agenda and publication guide. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 187-198. doi:10.1016/j.jfbs.2011.10.002

## Résumé :

Nous analysons l'impact de l'aspect familial des acquéreurs ainsi que de l'occurrence d'une crise sur la stratégie adoptée lors de la réalisation de leurs opérations de F&A. Nous nous intéressons principalement à la taille de la transaction, au choix du mode de paiement, à la géographie de la transaction et à l'aspect du secteur de la cible et de l'acquéreur. Nous utilisons un échantillon de 859 opérations de F&A réalisées par des entreprises européennes entre 2018 et 2021, soit autour de la crise de la Covid-19, pour tester si l'aspect familial des acquéreurs ou d'autres caractéristiques financières de ces derniers explique la stratégie adoptée et son évolution en temps de crise. Nous trouvons que l'aspect familial des acquéreurs a un impact sur les caractéristiques des transactions par rapport aux acquéreurs non-familiaux et que la stratégie des acquéreurs familiaux évolue davantage avec l'arrivée de la crise de la Covid-19. L'aspect familial n'est cependant pas le seul élément explicatif et certaines caractéristiques financières des acquéreurs influencent davantage leur stratégie en termes de F&A.

**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN**  
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve  
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique  
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

[www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)