

Les entreprises à contrôle familial : performance et perspectives

Par : Pierre Maillé, M. Sc. Finance, EEE
Le mercredi 7 décembre 2005

Présenté dans le cadre des séminaires
Vision, Innovation et Performance :

La nouvelle gouvernance d'entreprise :
qu'est-ce qui a vraiment changé?

Introduction

- ▶ Quelques statistiques
- ▶ Résultats et commentaires sur certaines études concernant la gouvernance d'entreprise
- ▶ Actions à votes multiples
- ▶ Rendements des entreprises à contrôle familial/restreint québécoises
- ▶ Conclusions
- ▶ Questions pour le panel

Quelques statistiques

- ▶ Selon une étude du Fonds de solidarité FTQ, 80 % des entreprises du Québec sont des entreprises familiales
- ▶ Environ 20 % des entreprises de l'indice composé S&P/TSX ont deux catégories d'actions participantes
- ▶ Plus de la moitié des entreprises de l'indice composé S&P/TSX qui ont leur siège social au Québec sont des entreprises à contrôle familial (ou dont la majorité du vote est détenue par un petit groupe d'actionnaires)
- ▶ Selon un sondage de CFO Magazine, seulement 11 % des chefs de direction financière croient que les recommandations en matière de gouvernance créent de la valeur pour les actionnaires

Critères de gouvernance

Étude du *Globe and Mail*

- ▶ Étude originale de 2002, mise à jour annuellement
- ▶ Classement des 209 entreprises canadiennes faisant partie de l'indice S&P/TSX
- ▶ Note sur 100 attribuée à chaque entreprise selon plusieurs critères de gouvernance d'entreprise

Pondération et critères regroupés en 4 grandes catégories	
▶ Composition du conseil d'administration	40 %
▶ Actionnariat et rémunération des gestionnaires et des administrateurs	23 %
▶ Droits des actionnaires	22 %
▶ Divulgation	15 %

Critères de gouvernance

Étude du *Globe and Mail*

Résultats

- ▶ Score variant de 35 % à 97 % pour les 209 entreprises (étude de 2005)
- ▶ En 2005, 20 % des entreprises n'obtiennent pas la note de passage (60 %).
- ▶ En 2002, presque la moitié des sociétés n'obtenaient pas 60 %.
- ▶ Les entreprises à contrôle familial, de façon générale, obtiennent une moins bonne note que la moyenne.
- ▶ Par contre, si l'on exclut les points perdus pour la question des votes multiples, les entreprises avec deux catégories d'actions affichent des scores semblables à ceux des entreprises à actionnariat diffus.

Critères de gouvernance

Étude du *Globe and Mail*

Performance Vs Gouvernance

Conclusions/commentaires des professeurs Yvan Allaire et Mihaela Firsirotu

(La gouvernance en question, La Presse, octobre 2002)

- ▶ Sur une période de 10 ans, les 25 entreprises ayant obtenu le pire classement affichent une performance boursière de 221 % de rendement (excluant les dividendes) contre 151 % pour les 25 meilleures sociétés au classement.
- ▶ Sur cette même période, les entreprises à contrôle familial présentent un rendement moyen semblable à celui des 25 meilleures sociétés au classement pour ce qui est de la gouvernance.
- ▶ En utilisant les critères du *Globe and Mail*, Enron aurait obtenu une note impressionnante de 85 % et WorldCom de 84 %, ce qui les aurait classées au 14^e et 17^e rang sur les 270 entreprises de l'étude de 2002.

Actions à droit de vote multiple

Argumentation favorable

- ▶ Permettent aux entreprises familiales d'avoir accès à des capitaux pour faciliter leur croissance sans avoir à céder le contrôle.
- ▶ Permettent aux gestionnaires de se concentrer sur des objectifs corporatifs à long terme.
- ▶ Les investisseurs sont libres d'acheter des actions à vote restreint.
- ▶ Les investisseurs sont au fait de la restriction imposée quant aux droits de vote sur les actions ordinaires et que leur prix peut par conséquent être inférieur.
- ▶ Il y a des mécanismes pour protéger les actionnaires minoritaires des abus de l'actionnaire de contrôle.

Actions à droit de vote multiple


Inconvénients

- ▶ Risque accru que le gestionnaire/actionnaire de contrôle s'approprie indûment les biens de l'entreprise
- ▶ Effet négatif sur la liquidité du titre en bourse (participation des investisseurs institutionnels)
- ▶ Qualité moindre de l'information financière
- ▶ Protège l'actionnaire de contrôle de la discipline et des sanctions normalement imposées par les marchés financiers à un gestionnaire peu efficace
- ▶ Moins bonne cible pour une offre d'achat éventuelle (offres d'achat non sollicitées)

Étude de Najah Attig

Corporate governance and investor concerns

- ▶ Prix 2005 de recherche de Barclays Global Investors Canada Ltd.
- ▶ Analyse de la structure de propriété de 478 sociétés ouvertes canadiennes
- ▶ Principales conclusions :
 - Les pyramides de contrôle, les actions à vote multiple et la gestion familiale en général ont un effet négatif sur le rendement économique des petits investisseurs.
 - Cet effet négatif affecte la valeur de l'entreprise, la liquidité des actions et la divulgation des résultats.
 - Pyramides de contrôle : escomptes de 3 % à 7 %.



*L'abandon des droits de vote multiple est-il
avantageux pour l'ensemble des actionnaires?*

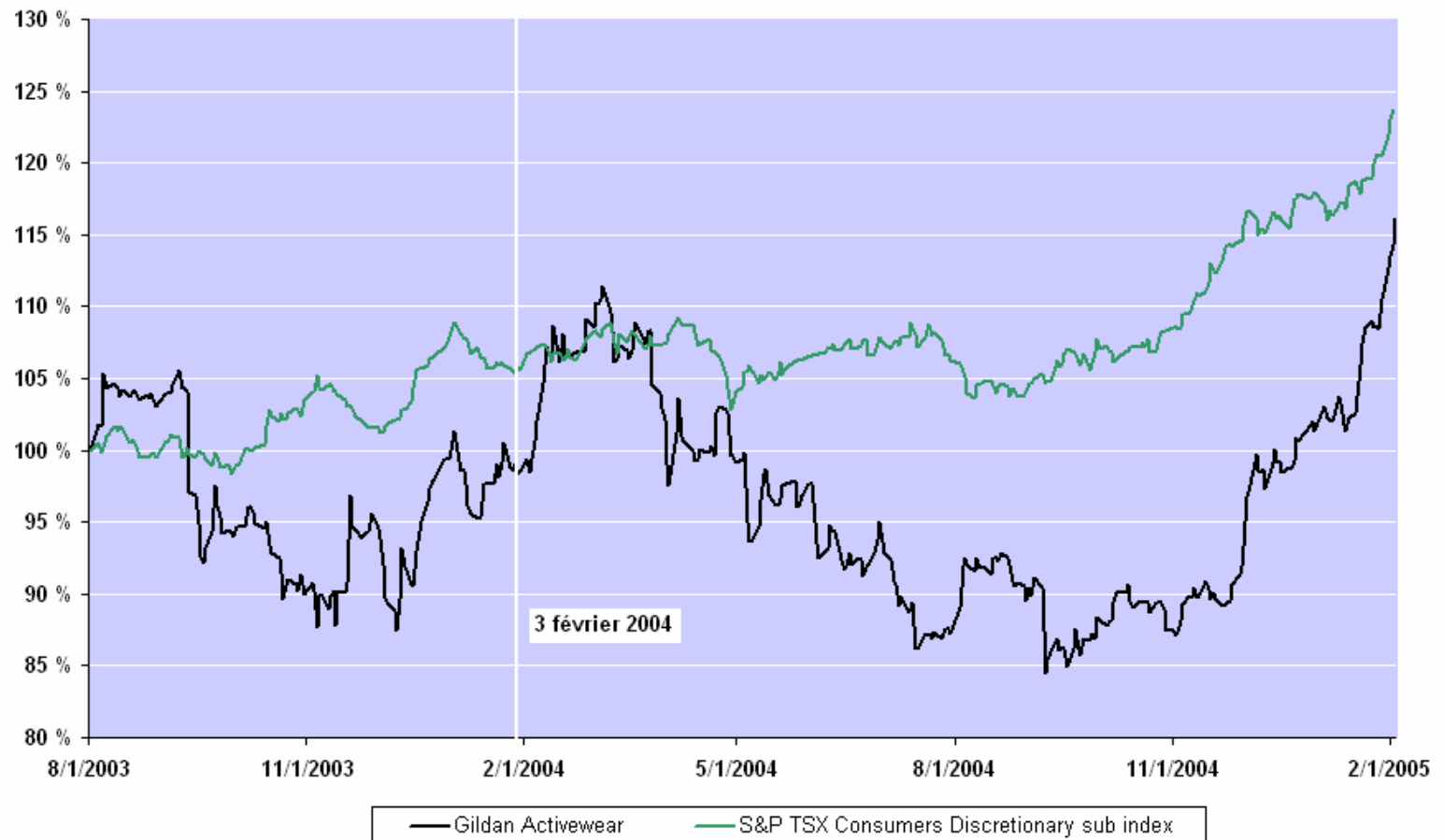
L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

Quelques considérations

- ▶ Le Conseil d'administration de CCL Industries a décidé en 2000 qu'il n'y avait pas d'avantages justifiant l'abandon des actions à vote multiple.
- ▶ Dundee Corp. : Le vote pour éliminer les droits de vote multiple a été rejeté par 71 % des actionnaires de la catégorie subalterne.
- ▶ Le rendement des actions d'entreprises à plusieurs catégories d'actions du S&P/TSX a été de 16,1 % sur 10 ans contre 10 % pour l'indice.
- ▶ Il y a deux ans, Bombardier a refusé une offre de financement de 1 milliard de dollars de l'Ontario Teachers Pension Fund à des conditions financières avantageuses, mais assujettie à l'abandon des droits de vote multiple.

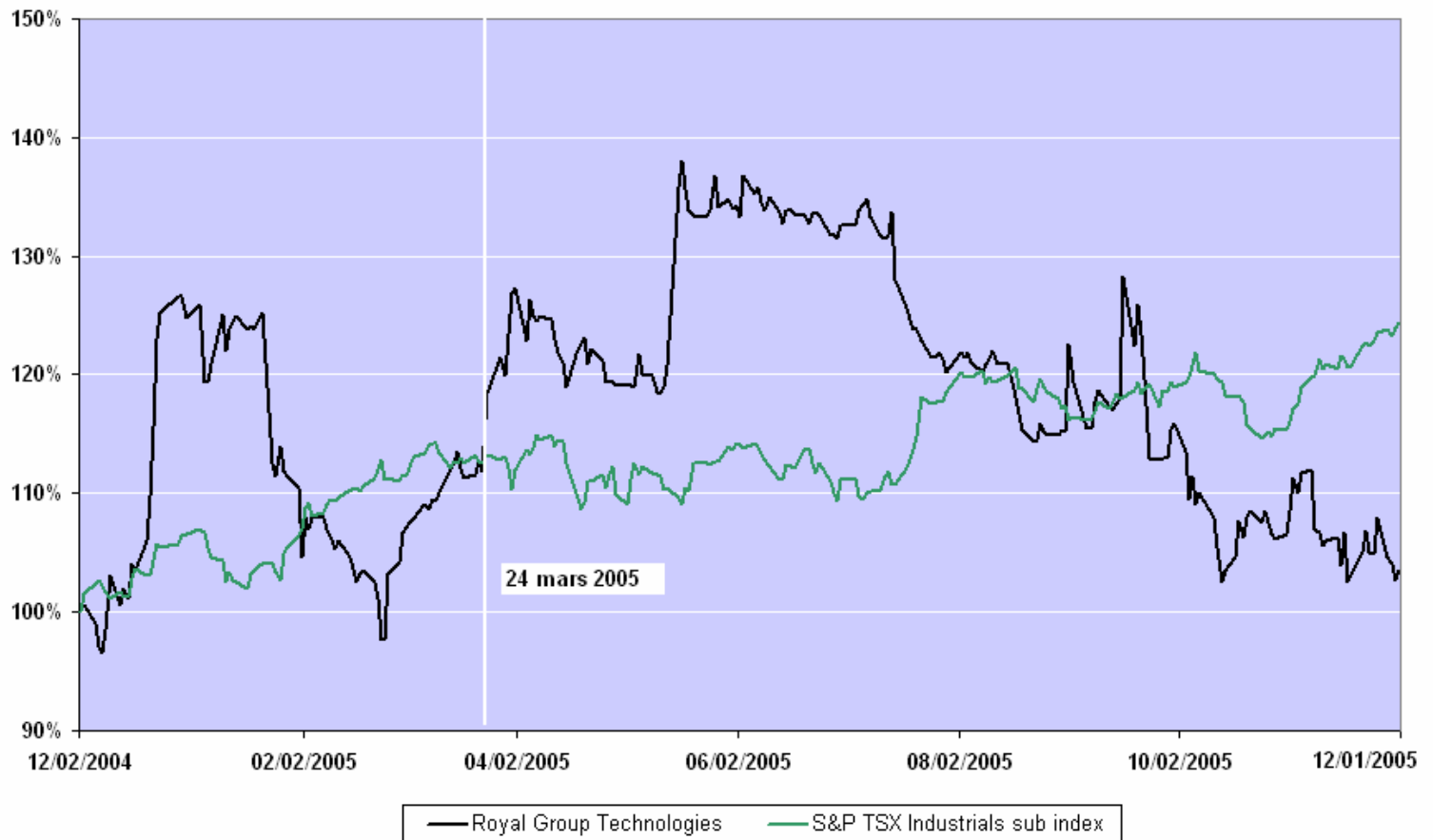
L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

Gildan Activewear
Évolution du prix de l'action (août 2003 à fév. 2005)



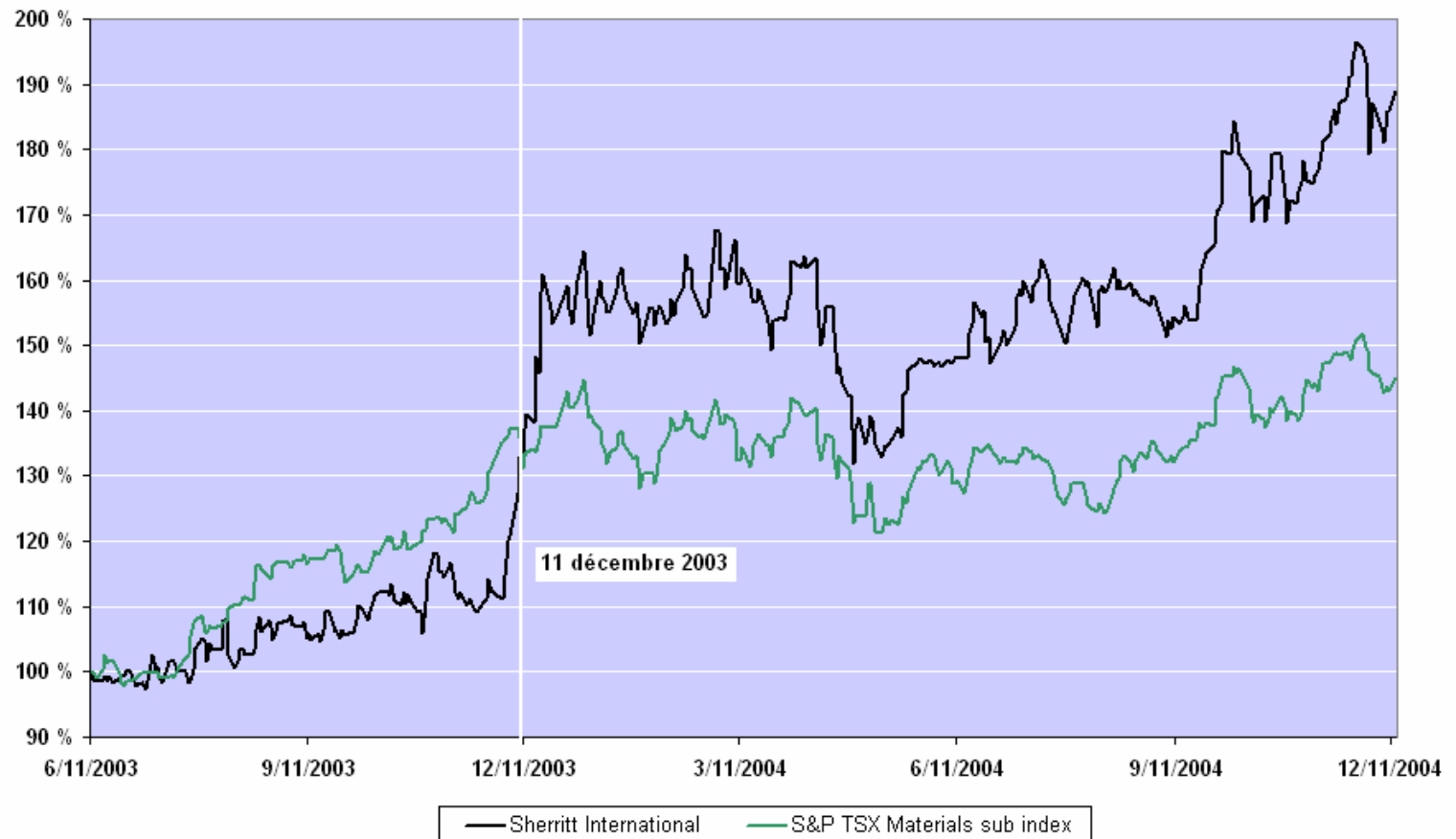
L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

Royal Group Technologies
Évolution du prix de l'action (déc. 04 à aujourd'hui)



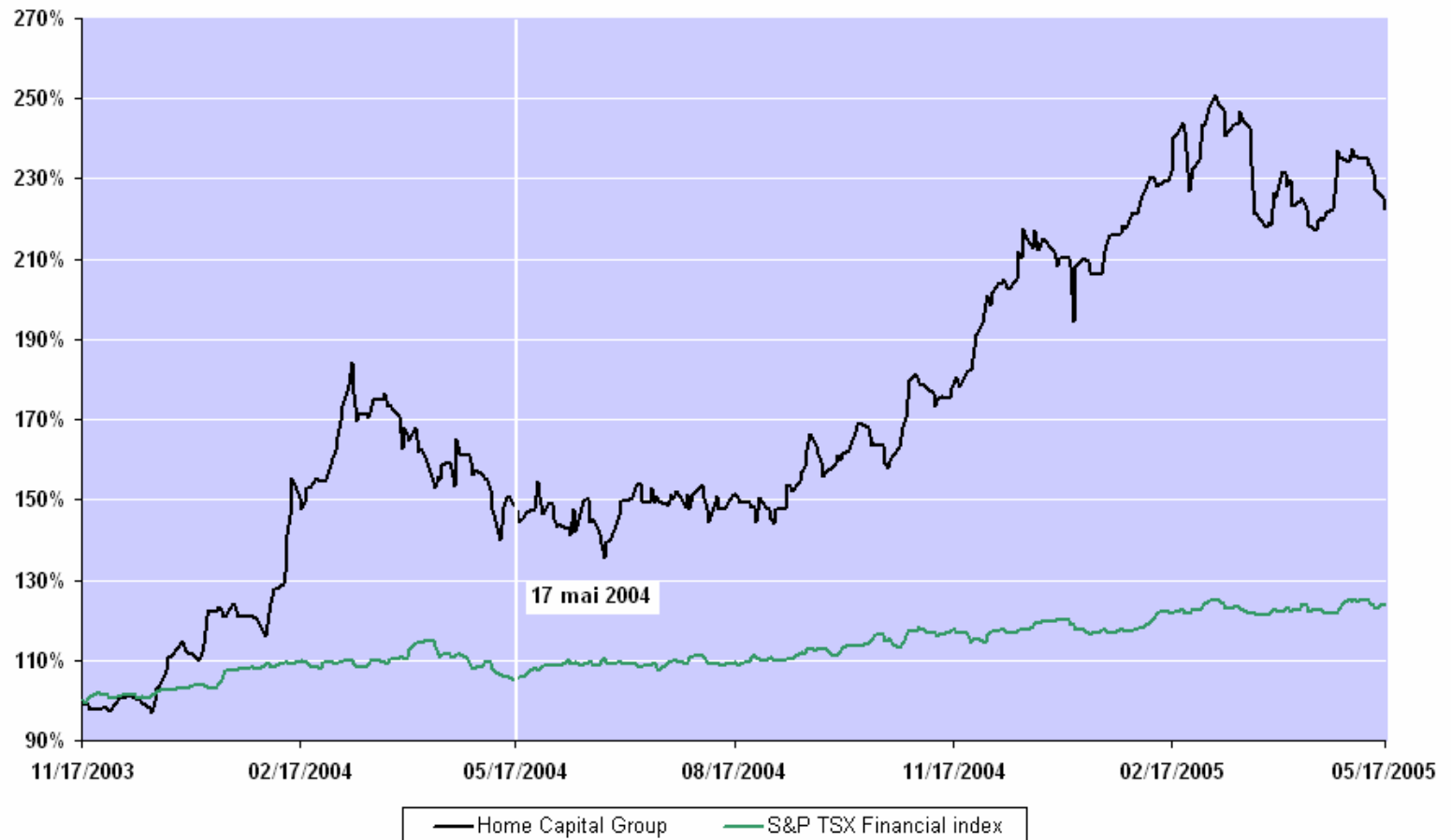
L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

Sherritt International
Évolution du prix de l'action (juin 2003 à déc. 2004)



L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

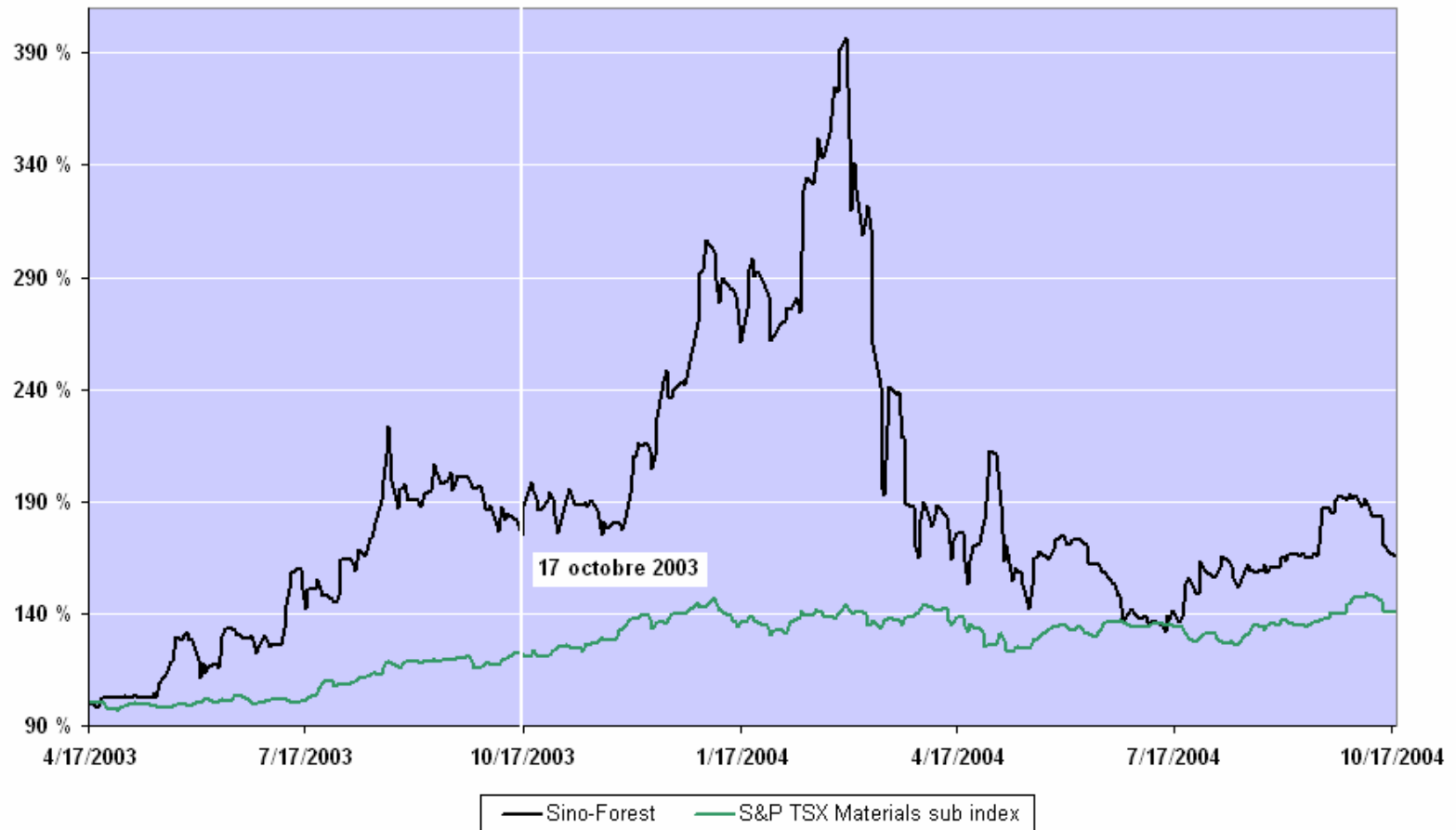
Home Capital Group
Évolution du prix de l'action (nov. 03 à mai 05)



L'abandon des droits de vote multiple est-il avantageux pour l'ensemble des actionnaires?

Sino-Forest

Évolution du prix de l'action (avr. 2003 à oct. 2004)



Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Methodologie

- ▶ Entreprises de l'indice S&P/TSX dont le siège social est au Québec
- ▶ 35 titres inscrits à la bourse depuis au moins trois ans
- ▶ Séparées en deux groupes :
 - Contrôle familial ou par un groupe restreint d'actionnaires
 - Contrôle diffus
- ▶ Considérations et limites :
 - L'échantillon est petit
 - Secteurs industriels différents
 - « Survivor bias »
- ▶ Critères de performance analysés :
 - Croissance des ventes
 - Croissance du bénéfice par action
 - Rendement des actions (croissance du prix de l'action et dividendes)

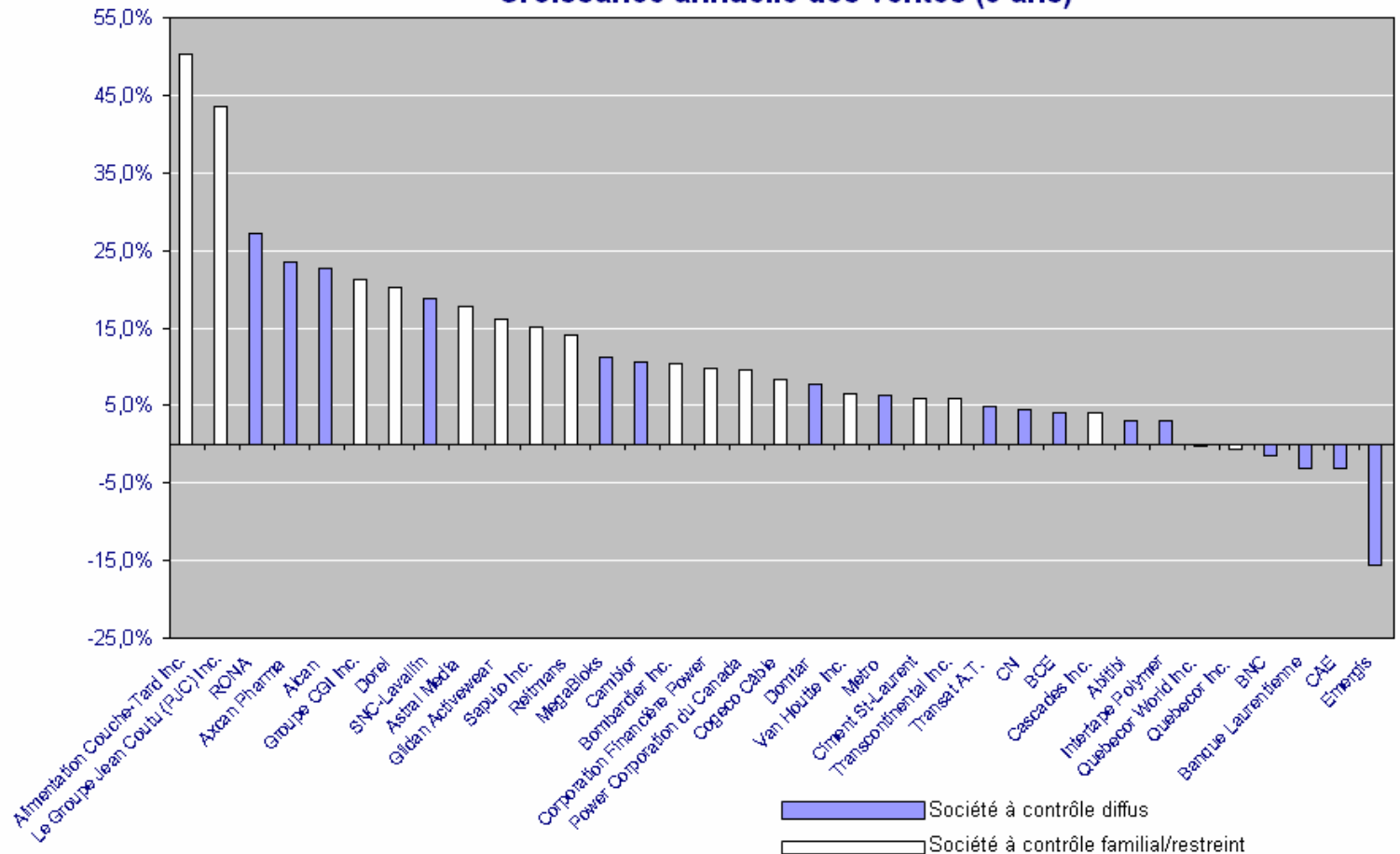
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Liste des 35 entreprises

Contrôle familial/restreint	Contrôle diffus
<ul style="list-style-type: none">• Power Corporation• Corporation Financière Power• Bombardier• Alimentation Couche-Tard• CGI• Le Groupe Jean Coutu• Gildan Activewear• Transcontinental• Astral Média• Quebecor• Quebecor World• Saputo• Reitmans• Dorel• Cascades• Van Houtte• Cogeco Câble• Ciment St-Laurent	<ul style="list-style-type: none">• BCE• CN• Alcan• Banque Nationale du Canada• Métro• SNC-Lavalin• RONA• CAE• Abitibi-Consolidated• Domtar• Mega Bloks• Transat A.T.• Banque Laurentienne du Canada• Axcan Pharma• Cambior• Emergis• Intertape Polymer

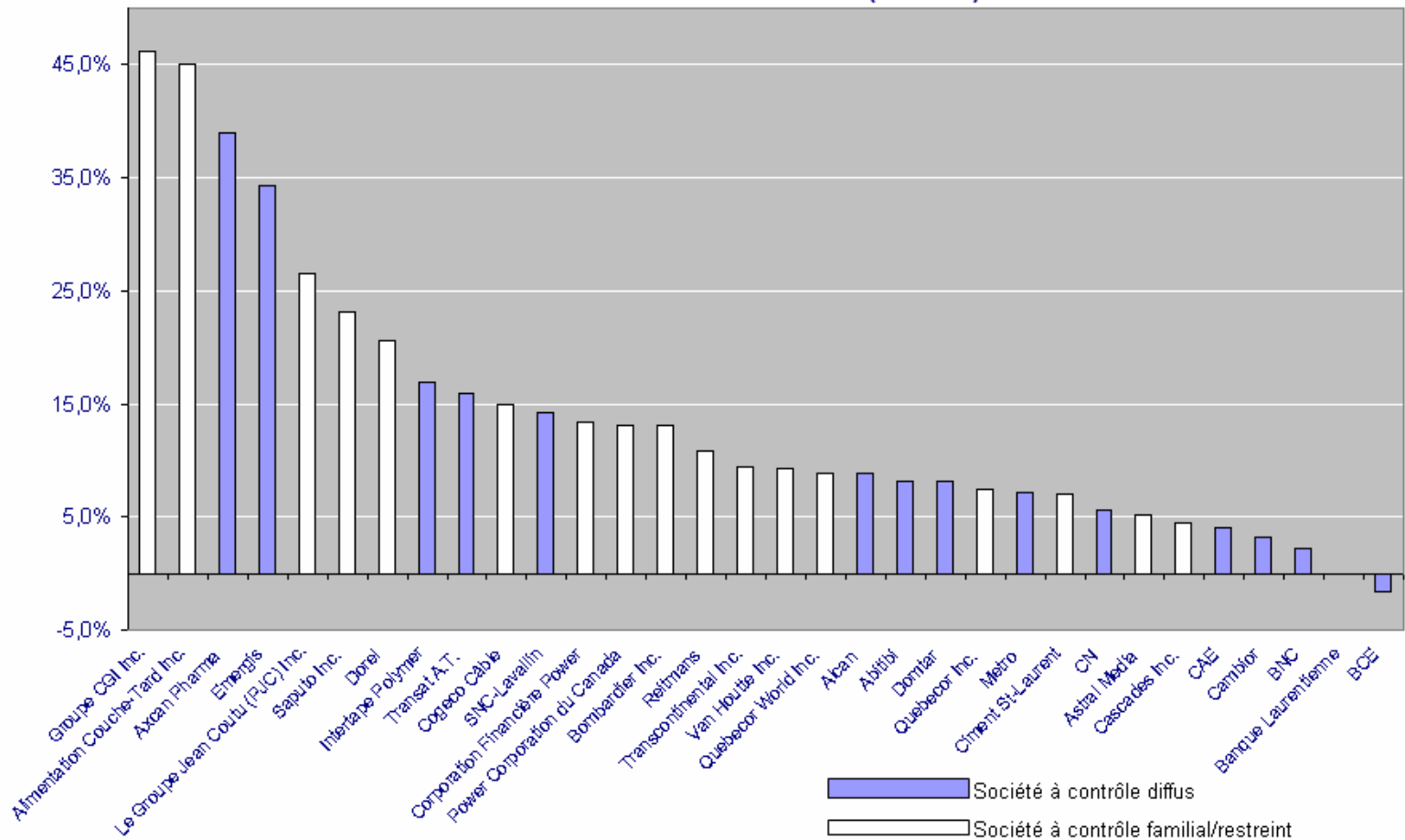
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse des entreprises publiques québécoises Croissance annuelle des ventes (5 ans)



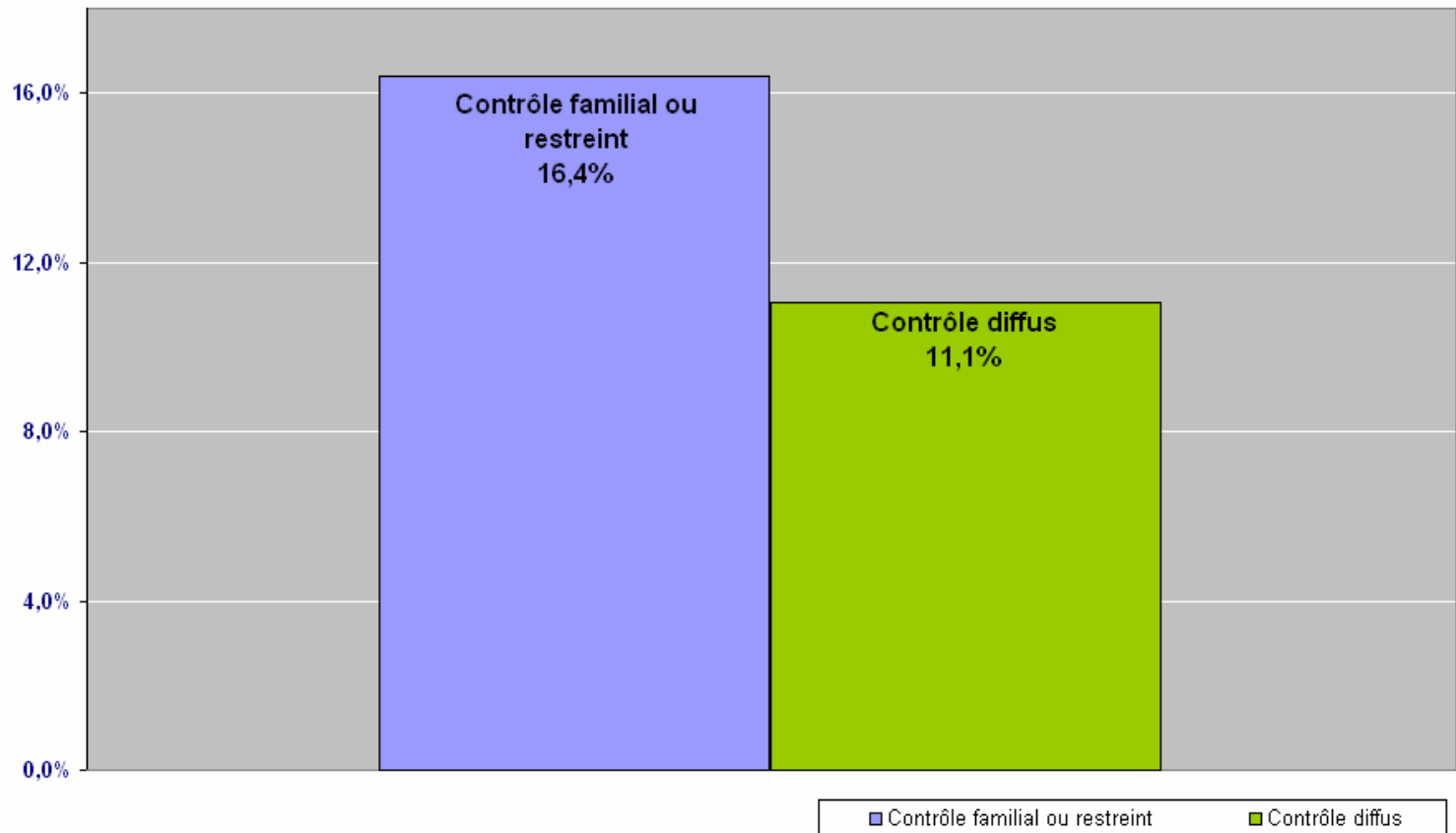
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

**Analyse des entreprises publiques québécoises
Croissance annuelle des ventes (10 ans)**



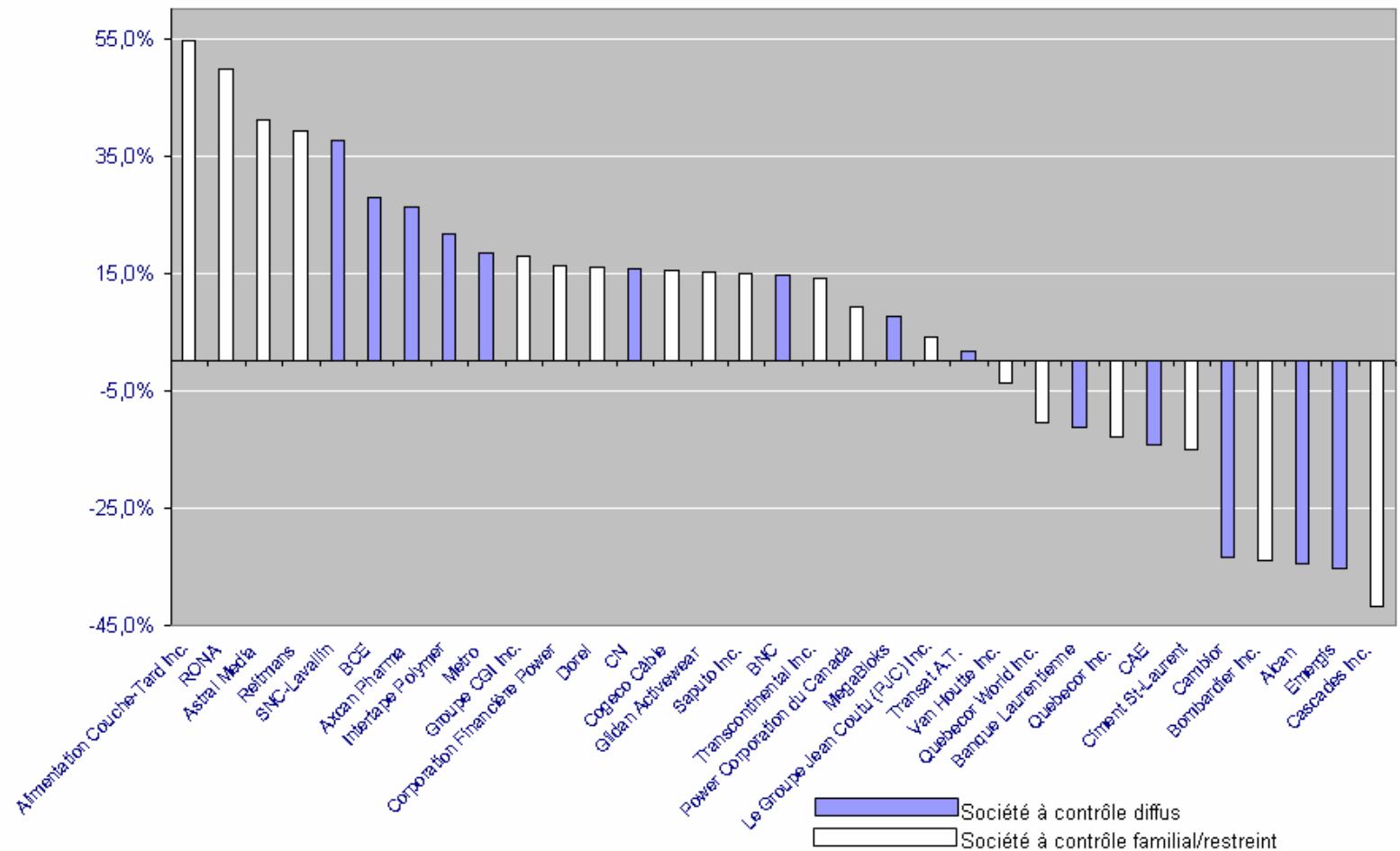
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse comparative de la croissance annuelle des ventes (10 ans)



Analyse des sociétés ouvertes québécoises

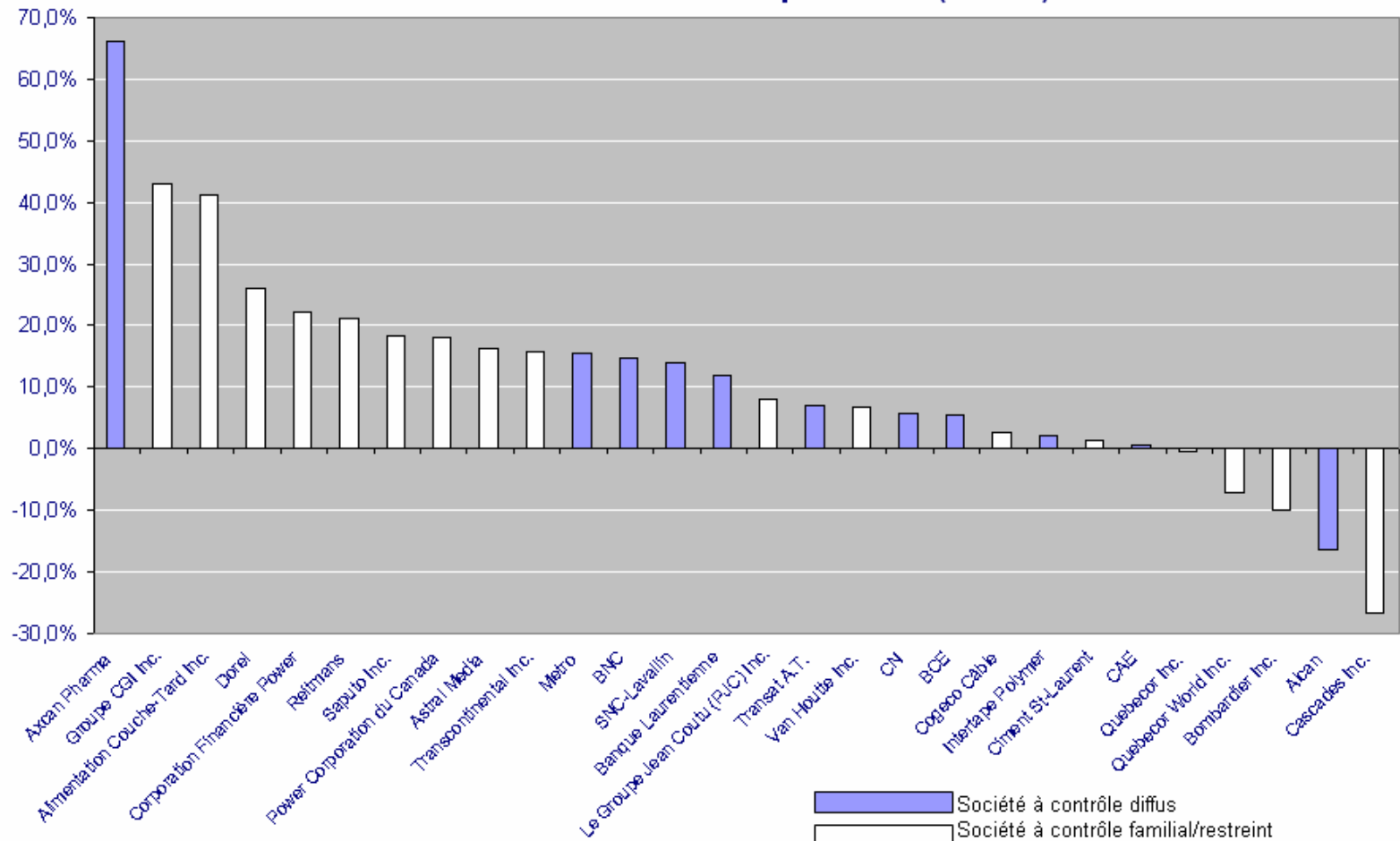
Analyse des entreprises publiques québécoises
Croissance annuelle du bénéfice par action (5 ans)



Données brutes extraites de Bloomberg L.P.

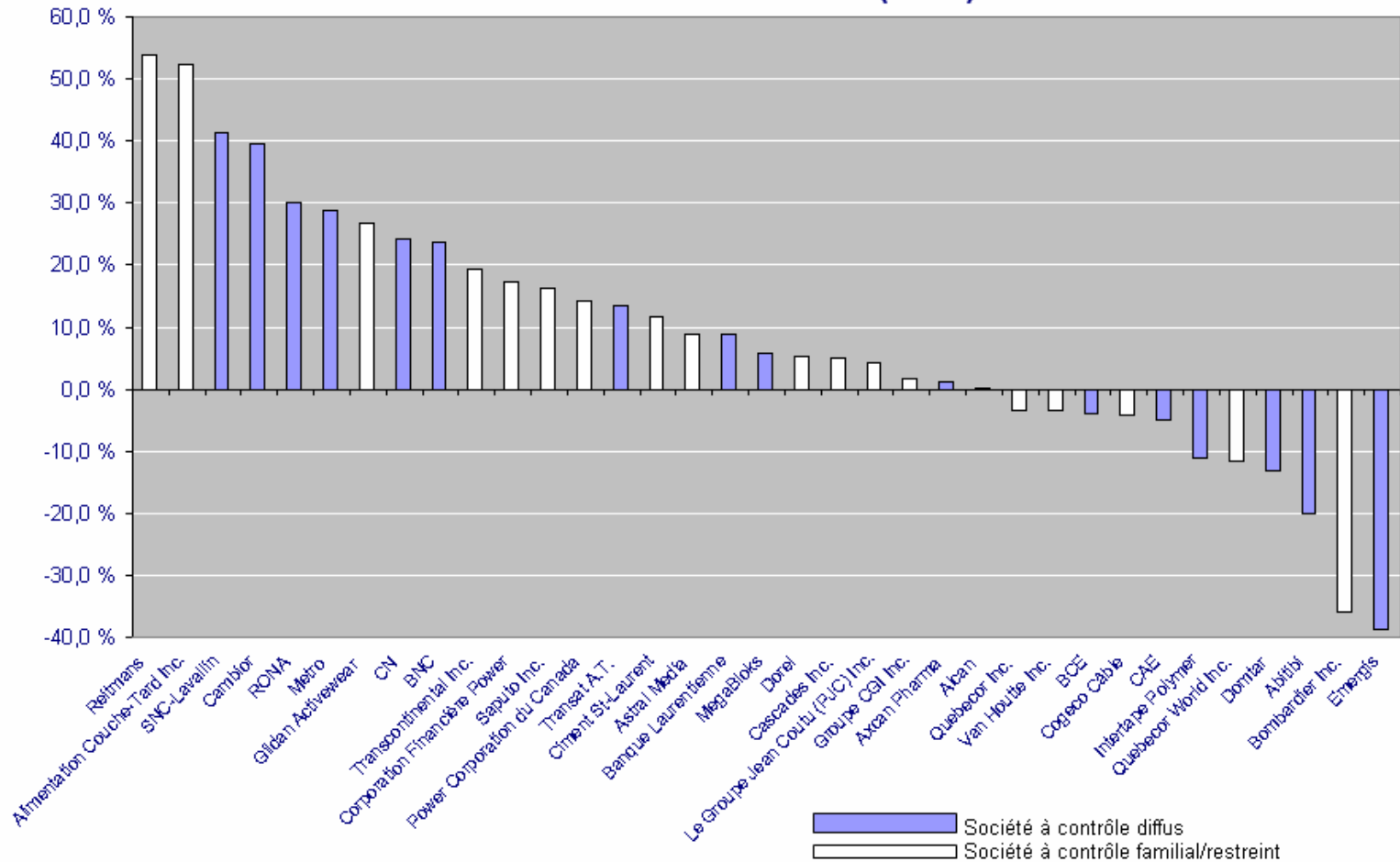
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse des entreprises publiques québécoises Croissance annuelle du bénéfice par action (10 ans)



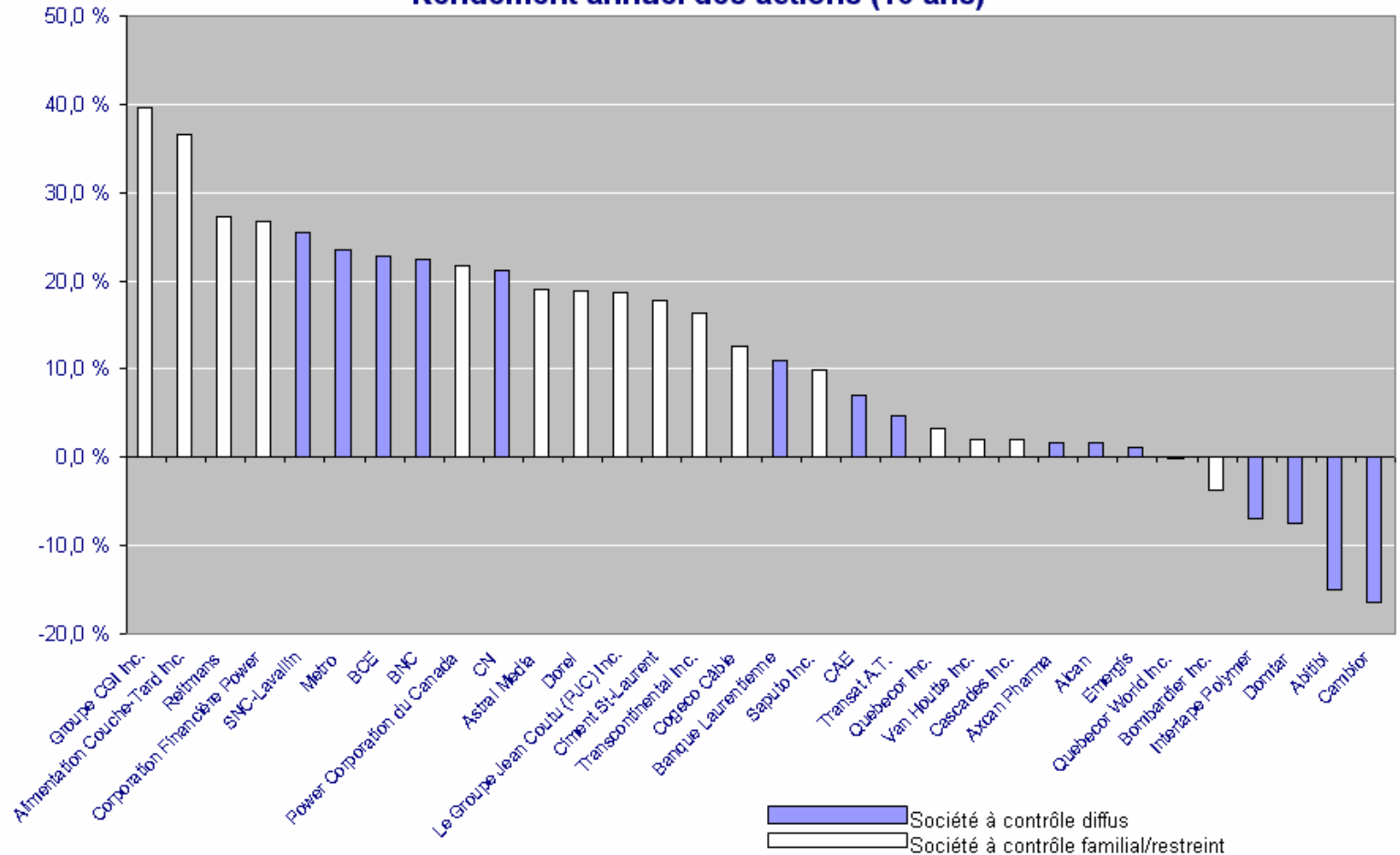
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse des entreprises publiques québécoises Rendement annuel des actions (5 ans)



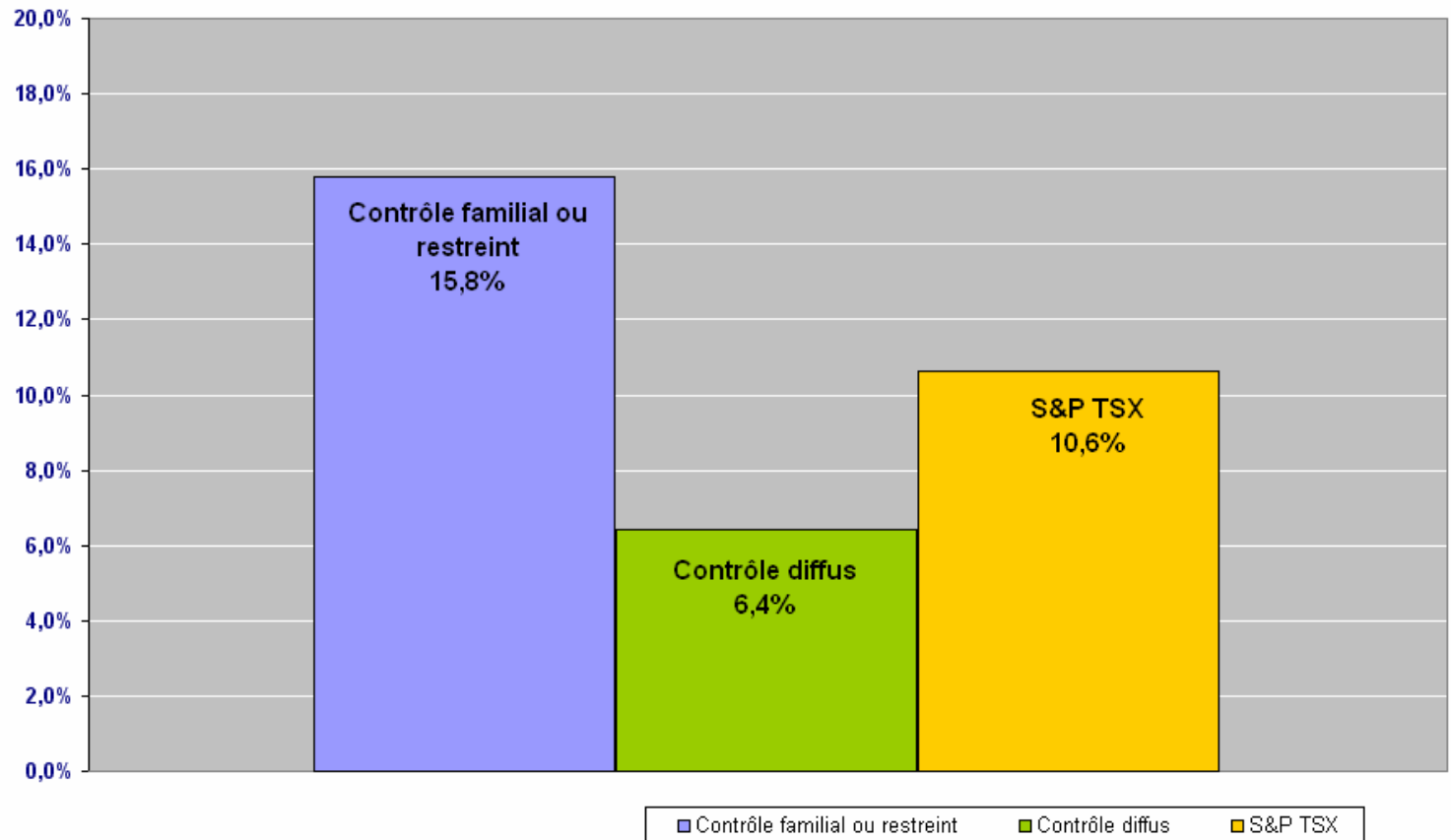
Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse des entreprises publiques québécoises
Rendement annuel des actions (10 ans)



Analyse des sociétés ouvertes québécoises

Analyse comparative du rendement annuel des actions (10 ans)



Conclusions

- ▶ Dans toutes les catégories analysées, les entreprises à contrôle familial/restreint présentent une performance égale, sinon supérieure aux entreprises à contrôle diffus.
- ▶ Rien ne semble prouver que le rendement des actions à vote restreint soit plus faible que celui des autres. Plusieurs analyses semblent démontrer le contraire.
- ▶ Il n'est pas clairement démontré que l'abandon des droits de vote multiple soit bénéfique à long terme pour l'ensemble des actionnaires.
- ▶ Les actions à vote restreint font sans doute l'objet d'un escompte quant à leur valeur sur le marché.

Questions pour le panel

- ▶ Dans une entreprise dirigée par la famille du fondateur, comment le rôle du conseil d'administration peut-il être différent de celui d'une entreprise à contrôle diffus?
- ▶ Le risque de fraude ou d'appropriation des biens de l'entreprise est-il plus élevé dans le cadre d'un contrôle familial ou restreint (Hollinger ou Enron)?
- ▶ Comment le conseil d'administration peut-il minimiser les risques de fraude ou d'appropriation des biens de l'entreprise par un actionnaire de contrôle?
- ▶ Le conseil d'administration, si indépendant soit-il, peut-il créer de la valeur pour les actionnaires?
- ▶ Dorénavant, devrait-on interdire les actions à vote multiple pour les nouveaux financements?
- ▶ Doit-on limiter la durée de tels instruments?
- ▶ Si, au moment de l'émission, on n'a pas payé pour le contrôle, pourquoi les détenteurs d'actions subalternes le réclameraient-ils plus tard?