

108

# REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE



REVUE TRIMESTRIELLE  
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE  
FINANCIÈRE, N° 108  
DÉCEMBRE 2012

## L'INVESTISSEMENT À LONG TERME

# ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

---

## MEMBRES

---

*Membres actifs* : Agence française de développement, Autorité des marchés financiers, Banque de France, Caisse des dépôts, CNP Assurances, Crédit agricole, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Fédération française des sociétés d'assurances, Groupama, La Banque postale, NYSE Euronext, UBS.

*Membres associés* : Association française de la gestion financière, Association française des sociétés financières, Banque Delubac & Cie, La Banque postale Asset Management, LCH-Clearnet, Paris Europlace, Royal Bank of Scotland, Société française des analystes financiers.

---

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

---

*Président* : Jean-Pierre Jouyet, *Directeur général, Caisse des dépôts*

Dominique Cerutti, *Directeur général adjoint, NYSE Euronext*

Ramon Fernandez, *Directeur général du Trésor*

Anne Le Lorier, *Sous-Gouverneur, Banque de France*

Ariane Obolensky, *Directrice générale, Fédération bancaire française*

Gérard Rameix, *Président, Autorité des marchés financiers*

*Délégué général de l'Association* : Antoine Mérieux

*Trésorier de l'Association* : Gilles Demonet

---

## CONSEIL D'ORIENTATION

---

*Président d'honneur* : Jean-Claude Trichet

*Président* : Christian Noyer, *Gouverneur, Banque de France*

Michel Albert, *Secrétaire perpétuel, Académie des sciences morales et politiques*

André Babeau, *Professeur émérite, Université Paris IX – Dauphine*

Jean-Philippe Cotis, *Directeur général, INSEE*

Jean-Paul Faugère, *Président du conseil d'administration, CNP Assurances*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Université Goethe, Francfort*

Paul-Henri de La Porte du Theil, *Président, Association française de la gestion financière*

Edmond Malinvaud, *Professeur honoraire, Collège de France*

Thierry Martel, *Directeur général, Groupama*

Gérard Mestrallet, *Président, Paris Europlace*

Bruno Salmon, *Président, Association française des sociétés financières*

Pierre Simon, *Chambre de commerce et d'industrie de Paris*

Bernard Spitz, *Président, Fédération française des sociétés d'assurances*

Makoto Utsumi, *Professeur, Université de Keio, Japon*

Philippe Wahl, *Président du directoire, La Banque postale*

Dov Zerah, *Directeur général, Agence française de développement*

*Les membres du Conseil d'administration sont, de plein droit, membres du Conseil d'orientation.*

# INVESTISSEMENT À LONG TERME ET CAPITALISME FAMILIAL

CHRISTINE BLONDEL\*

L'une des caractéristiques essentielles du capitalisme familial est une inscription dans le long terme, associée à un souhait de pérennité et de transmission intergénérationnelle. Investissement à long terme et capitalisme familial sont donc naturellement liés. Cet article a pour objet, partant des spécificités des entreprises familiales, de détailler le lien entre investissement et capitalisme familial sous deux aspects principaux : l'attitude des entreprises familiales face à leur propre financement et l'attitude des familles comme investisseurs dans d'autres entreprises.

57

## *INVESTISSEMENT À LONG TERME*

Rappelons pour commencer la définition de l'investissement à long terme donnée par le rapport du World Economic Forum (WEF, 2011) : « L'investissement à long terme peut être défini comme un investissement fait avec la perspective de détenir un actif pour une période de temps indéfinie par un investisseur qui en a la capacité. » Le rapport ajoute : « En essence, c'est un investissement porté pendant des années, parfois des décennies ou des générations. Les investisseurs à long terme sont plus attentifs à la création de valeur à long terme qu'aux évolutions à court terme des prix de marché. Ils ne cherchent pas une sortie de leur investissement à une date précise ou un accès à la liquidité. Ils conduisent des analyses des fondamentaux et s'impliquent dans des investissements. Enfin, leurs portefeuilles d'investissements ont des niveaux de rotation faibles. »<sup>1</sup>

---

\* Professeur adjoint d'entreprise familiale, INSEAD (Institut européen d'administration des affaires) ; conseillère auprès d'entreprises familiales.

Cette définition correspond bien au comportement des actionnaires des entreprises familiales, qui ont généralement un horizon de temps indéfini et une forte implication dans l'entreprise.

### *L'UNIVERS DES ENTREPRISES FAMILIALES*

José Manuel Durão Barroso, président de la Commission européenne (cité dans *European Family Businesses*, 2012) précisait : « Les entreprises familiales sont cruciales pour l'Europe. Elles contribuent de manière significative au produit national brut et à l'emploi, et tendent à être innovantes avec une vision à long terme. Elles tendent aussi à être enracinées dans leur culture régionale et nationale, montrant le type de valeurs que nous partageons tous. »<sup>2</sup>

Les entreprises familiales représentent la majeure partie des entreprises dans le monde – entre 60 % et 95 % selon les estimations et les pays. Leur point commun est l'influence d'un ou de plusieurs membres d'une famille sur les décisions principales de l'entreprise. Cette influence peut être exercée dans la direction générale ou *via* le conseil d'administration. Ces entreprises peuvent être cotées ou non en Bourse, petites (l'immense majorité des PME et TPE) ou très grandes (en France, citons, par exemple, L'Oréal, Ricard, Bonduelle, Hermès, Dassault, Wendel, Peugeot, Michelin, Rothschild). Contrairement à certaines idées reçues, elles sont également très présentes aux États-Unis (Cargill, Mars...) et sont le moteur du développement des pays dits « émergents ». Une étude marquante a établi qu'elles représentent environ le tiers des plus grandes entreprises cotées aux États-Unis (étude sur le S&P 500 menée par Anderson & Reeb en 2003). Nos études nous ont permis d'établir que plus de la moitié des entreprises cotées en France et en Allemagne pouvaient être qualifiées de « patrimoniales » (Blondel *et al.*, 2002b ; Klein et Blondel, 2002). Plus généralement, au moins 80 % de l'ensemble des entreprises privées en France et dans d'autres pays d'Europe sont familiales (Family Business Monitor, 2007, cité dans Bloch *et al.*, 2012b).

Avant d'aller plus loin, précisons notre définition de l'entreprise familiale car celle-ci n'est pas universelle. Pour l'European Family Businesses (association promouvant le capitalisme familial en Europe), la définition adoptée par le groupe d'experts de l'Union européenne est la suivante : une entreprise, de toute taille, est familiale si : (1) la majorité des droits de vote sont en possession de la personne physique qui a créé ou acheté l'entreprise, ou de son conjoint, ses parents, enfants ou descendants directs ; (2) la majorité des droits de vote sont détenus directement ou indirectement ; (3) au moins un représentant de la famille est formellement impliqué dans la gouvernance de

l'entreprise ; (4) pour une société cotée en Bourse, la personne qui a créé ou acheté l'entreprise ou sa famille ou ses descendants possède au moins 25 % des droits de vote.

Les études académiques menées sur les entreprises familiales utilisent des définitions variées. Un continuum est parfois utilisé pour mesurer le degré d'influence familiale dans différentes dimensions (Astrachan *et al.*, 2002). Nous retiendrons ici que l'entreprise familiale est une entreprise dont l'actionnaire détenant le plus gros bloc d'actions (majoritaire ou non) est une famille, ou un individu, qui exerce une influence déterminante sur les grandes décisions de l'entreprise.

Cette influence familiale va différencier l'entreprise familiale des autres entreprises : « *familiness* » (Habbershon et Williams, 1999 ; Sirmon et Hitt, 2003) et « capital familial » (Hoffman *et al.*, 2006 ; Danes *et al.*, 2009 ; Sorenson et Bierman, 2009) sont les expressions souvent utilisées pour qualifier cette différence. Nous allons maintenant voir en quoi elle peut influencer les attitudes des entreprises familiales face à leur financement.

### CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES FAMILIALES

Les entreprises familiales partagent un certain nombre de caractéristiques. Nous en évoquons ici quatre.

59

#### *Une vision à long terme et un horizon de temps « générationnel » (capital financier patient)*

L'entreprise a souvent une signification historique et représente un projet familial. Les dirigeants familiaux sont fortement engagés et la pérennité prime sur les résultats à court terme. Ce sens de la durée permet aux entreprises familiales de mieux résister dans les crises (Bloch *et al.*, 2012a). Le capital est « patient » et l'un des objectifs est la transmission : « Une entreprise familiale n'est pas totalement à vous. Elle ne vous appartient pas. Vous êtes là pour passer le relais. » (Charles Darbonne, entretien dans Blondel et Dumas, 2008).

Le sens de la durée peut être particulièrement utile dans certains secteurs à horizon long, par exemple la pharmacie qui dépend lourdement de la recherche et des développements de nouveaux médicaments.

#### *La gestion de « son propre argent »*

L'actionnaire familial, identifiable et actif dans la gouvernance, est en prise directe avec les décisions d'investissement. Il gère son propre argent, pas celui des autres, d'autant plus qu'il souhaite généralement garder le contrôle de l'actionnariat. Il doit donc user du financement avec parcimonie. Les dividendes sont souvent mesurés pour permettre l'autofinancement nécessaire et aussi parce que les actionnaires n'ont

pas nécessairement les mêmes attentes de retour financier qu'un investisseur extérieur. C'est en particulier le cas quand l'entrepreneur a développé son entreprise par l'autofinancement et que les générations suivantes ont hérité : le capital financier et son rendement ne sont pas appréhendés de la même manière que par un investisseur extérieur.

Certaines familles actionnaires se caractérisent d'ailleurs par une retenue dans leur mode de vie : « Lorsque nous souhaitons transmettre la valeur simplicité, valeur qui vient de nos origines terriennes, il s'agit de l'aborder, y compris dans l'éducation du bon sens, et de vivre simplement. » (Jean-Bernard Bonduelle dans Blondel et Dumas, 2008) ; « Par notre comportement, il faut veiller à garder le sens commun, le sens de la mesure, une grande modestie et de l'humilité. » (Norbert Dentressangle, *ibidem*).

*Un ancrage dans une communauté, une région et une politique humaine des relations avec les employés (capital social et humain)*

Les entreprises familiales ont des relations sociales durables. Pour Baudoïn Monnoyeur, dirigeant familial du Groupe Monnoyeur, distributeur historique de Caterpillar, cela est apprécié par les clients qui pourront compter sur le service dans la durée : « Depuis cent ans, nous distribuons des biens d'équipement en France et dans plusieurs pays d'Europe. (...) Nos clients exigent un suivi sur le long terme de leur parc de matériels et nos rapports sont le plus souvent contractualisés (...). Dans un tel contexte, la garantie pour le client vient de la taille du prestataire de services et de la pérennité de son engagement. L'actionariat stable permet à tout le moins de rassurer sur la vision à long terme du *business*. »

On sait que les entreprises familiales ont plus de mal à effectuer des licenciements. Cette forme de loyauté, de contrat tacite, a un impact positif sur leur résultat et leur permet de rebondir plus vite après les crises. C'est en particulier ce qu'ont montré Straer et Thesmar (2007).

Pour Bloch *et al.* (2012a), la frugalité et l'absence de pression court-termiste permettent d'éviter les licenciements en période de crise, ce qui renforce le contrat social implicite, la fidélité du personnel, le maintien des compétences dans l'entreprise et permet une meilleure « résilience ». « Je suis en admiration et plein de reconnaissance pour tous ceux qui ont travaillé avec nous dans l'entreprise et sans lesquels nous ne serions pas là aujourd'hui. » (Jacques Lesage, ancien président du groupe Lesage, dans Blondel et Dumas, 2008). « L'intérêt des quelques actionnaires familiaux est moins important que celui des 75 000 employés et il faut faire passer l'intérêt de la famille après celui de l'entreprise. » (André Hoffmann, vice-président de Roche Holding, *ibidem*).

*Plus généralement, l'importance d'éléments non financiers*

Le capital de toute entreprise est composé de capital financier, humain et social. Dans l'entreprise familiale, l'actionnaire contribue non seulement au capital financier, mais aussi fortement au capital humain et social, par son engagement personnel et les liens avec les employés et autres parties prenantes. Le capital émotionnel (attachement à l'entreprise) et le capital symbolique (nom de famille, réputation) y sont également très importants. La référence aux valeurs y est plus souvent faite qu'ailleurs (Bloch *et al.*, 2012).

L'exemple suivant illustre comment l'aspect financier peut passer après d'autres éléments (Massa et Zaldokas, 2011b) : quand General Growth Properties, le deuxième gérant de centres commerciaux des États-Unis, fut en cessation de paiement en 2009, son conseil d'administration a dû choisir entre l'offre d'un concurrent et celle d'une société d'investissement canadienne. La moitié du conseil, incluant les descendants des fondateurs de l'entreprise, préféra l'offre de la société d'investissement. Celle-ci était d'un prix inférieur, mais prévoyait un futur indépendant à l'entreprise. L'autre moitié du conseil, incluant des investisseurs de *hedge funds*, préféra l'offre du concurrent qui était d'un prix plus élevé<sup>3</sup>.

Ces éléments non financiers peuvent avoir un impact extrêmement positif sur l'entreprise (engagement personnel, force du nom auprès des banques...), mais ils sont aussi susceptibles, *a contrario*, de générer des moindres performances des entreprises familiales. Succession abordée trop tard et conflits familiaux démontrent l'importance, en plus d'une gouvernance d'entreprise professionnelle, de la « gouvernance familiale ». Cette dernière permet de tempérer les risques de débordement de l'émotionnel et de favoriser l'unité des actionnaires à travers la communication et des règles de fonctionnement claires.

61

*FINANCEMENT DES ENTREPRISES FAMILIALES*

À cause de leur volonté de pérennité et de contrôle, les entreprises familiales préfèrent recourir à l'autofinancement pour financer leur croissance. Elles versent moins de dividendes (frugalité) et sont généralement moins endettées que leurs équivalents non familiaux (Bloch *et al.*, 2012b). La dette est néanmoins préférée à l'ouverture du capital. L'importance de la réputation et de la pérennité sur le long terme amène les entreprises familiales à honorer leurs dettes, ce qui tend à baisser le risque et donc le coût de ces dernières (Massa et Zaldokas, 2011b).

Plusieurs recherches (dont Gallo et Vilaseca, 1998 ; Poutziouris, 2001 et 2011 ; Allouche *et al.*, 2007) confirment ainsi que le principe de hiérarchisation des préférences de financement s'applique fortement au cas des entreprises familiales. La théorie de la hiérarchie des moyens

de financement ou théorie du *pecking-order* (Myers, 1984) établit une hiérarchisation des préférences concernant les modalités de financement d'une entreprise avec, par ordre de préférence décroissant, l'auto-financement, l'endettement et l'ouverture du capital.

Il faut noter que les contraintes pesant sur le financement des entreprises familiales forcent des stratégies plus économes : acquisitions mesurées, alliances et aussi recentrages. L'exemple de Solvay, qui a fait l'acquisition de Rhodia après avoir désinvesti du secteur de la pharmacie devenu non stratégique, est une forte illustration d'un tel recentrage. UCB a suivi un processus similaire : d'une entreprise duale (pharmacie et chimie), elle s'est transformée en un *leader* de la biopharmacie à travers des acquisitions et des désinvestissements majeurs. L'exemple de De Dietrich est également très parlant puisque la famille a choisi de sortir de plusieurs secteurs où son actionnariat était dilué pour le concentrer sur un seul secteur. L'opération a également permis aux membres de la famille qui le souhaitaient de sortir du capital, diminuant ainsi de moitié le nombre d'actionnaires familiaux (de 300 à 150 personnes) (Blondel et Dumas, 2008).

Le crédit bancaire étant le principal moyen de financement « extérieur » des entreprises familiales, sa raréfaction à la suite de la crise et du durcissement des conditions d'octroi de crédits a donné lieu à une recherche d'autres modes de financement. Les grands groupes ont augmenté leur recours au marché obligataire, mais ce mode de financement est peu accessible aux entreprises moyennes et petites. De nouveaux véhicules se développent avec la création de fonds regroupant les émissions d'obligations (ou d'obligations convertibles) de plusieurs entreprises à l'attention d'investisseurs institutionnels, de *family offices* (littéralement, « bureaux de famille »), voire de particuliers (Giarni et Rameix, 2011 ; Adelle et Tandean de Marsac, 2012 ; Béchet 2012 ; Lefebvre, 2012). Par ailleurs, des aménagements fiscaux encouragent en France les investissements de particuliers dans les PME.

### *DES FAMILLES AUX FAMILLES : LE CYCLE DU FINANCEMENT DE L'ENTREPRENEURIAT*

Au commencement étaient l'entrepreneur et sa famille. Parmi les premiers souscripteurs au capital des nouvelles entreprises, les familles sont souvent présentes (Steier, 2003 ; Angelblog, 2012). Mais la contribution des familles peut aussi être différente : par leur apport de capital social (réseaux et réputation), elles permettent aussi un meilleur accès au financement par la dette (Chrisman *et al.*, 2011).

Toute famille peut aider l'un de ses membres entrepreneur avec du capital financier ou social. Les familles déjà entrepreneuriales peuvent

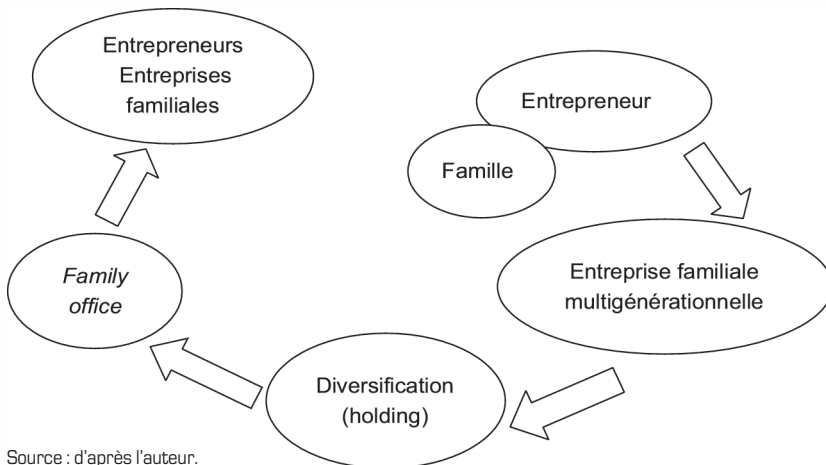


aussi apporter leurs conseils (capital humain). L'exemple le plus connu en France est celui de la famille Mulliez qui encourage la création d'entreprise au sein de la famille et dans la société (elle est à l'initiative du Réseau Entreprendre et de la Fondation Entreprendre). D'autres familles entrepreneuriales cherchent également à encourager la création d'entreprise en leur sein.

On peut ainsi conceptualiser un cycle de développement de l'entrepreneuriat et du capitalisme familial (idée du cycle évoquée par de Visscher, 2012, à propos de l'investissement des *family offices* dans des entreprises familiales). L'entrepreneur peut bénéficier du capital familial, puis transmettre aux générations suivantes. Certaines familles feront le choix d'une diversification avec quelques investissements parallèles à l'entreprise familiale (par exemple, Peugeot avec FFP), voire transformeront l'entreprise familiale en holding à la suite de la disparition de l'entreprise historique (par exemple, Wendel en France ou Haniel en Allemagne). L'extrême de la diversification étant la création d'un *family office*, société de gestion d'actifs familiaux offrant aussi des services à ses actionnaires. Les *family offices* peuvent être issus de la diversification des actifs au côté de l'entreprise historique, ou des liquidités créées par la vente de l'entreprise familiale. Nous le verrons plus loin, ils sont, plus que d'autres investisseurs, enclins à investir à long terme et en particulier dans d'autres entreprises. Les entreprises familiales, de leur côté, cherchent des partenaires de long terme en qui elles peuvent avoir confiance et non des investisseurs purement financiers. Les *family offices* peuvent être des investisseurs de confiance pour les entreprises familiales, à cause de la proximité de culture de « famille à famille » (de Visscher, 2012) : le cycle continue.

63

**Schéma 1**  
**Un cycle d'entrepreneuriat familial**



Source : d'après l'auteur.

Notons que le cycle que nous représentons ici ne s'applique pas à toutes les entreprises familiales, certaines préférant rester très focalisées (comme illustré plus haut par Solvay, UCB et De Dietrich). Par ailleurs, la vente de l'entreprise familiale ne donne pas toujours lieu à la création d'un *family office*, certaines familles distribuant le produit de la vente à chacun de leurs membres.

### *FAMILY OFFICES : DES INVESTISSEURS DE LONG TERME*

Comme déjà exposé, les familles fortunées mettent parfois en place des *family offices* pour rendre des services aux membres de la famille et gérer certains actifs communs, en particulier financiers. Un *family office* peut servir une seule famille (*single family office* – SFO) ou plusieurs familles (*multi-family office*). Compte tenu du caractère familial de l'actionnariat des *family offices*, on peut s'attendre à ce que ces derniers puissent avoir – à des degrés divers selon la proximité de la famille – une recherche de « sens » dans les investissements qui dépasse le seul intérêt financier à court terme. Si tous les *family offices* ne sont pas semblables, on observe néanmoins effectivement que leurs investissements ont des caractéristiques de long terme et tendent en particulier à se diriger davantage vers des investissements – directs et indirects – dans les capitaux d'entreprises.

64

Le rôle des *family offices* semble avoir été reconnu de manière récente, comme en témoigne le *final rule* de la Stock Exchange Commission en fixant la définition en 2011. Le WEF (2011 et 2012) qualifie les *family offices* d'investisseurs de long terme, au même titre que les fondations et les dotations, les sociétés d'assurances, les fonds de pension et les fonds souverains. D'après le WEF, sur 65 000 Md\$ d'actifs gérés professionnellement dans le monde, 27 000 Md\$ seraient gérés par des investisseurs de long terme, dont 2 400 Md\$ investis dans des actifs considérés comme illiquides. Les investissements illiquides incluent les investissements directs dans les entreprises (entreprises non cotées, capital-risque, investissements actifs dans des sociétés cotées souvent associés à des places au conseil d'administration), l'immobilier et les infrastructures. Le même rapport cite l'estimation du Wharton Global Family Alliance (Amit *et al.*, 2008) selon laquelle les *family offices* ont une part d'investissements illiquides beaucoup plus élevée que les autres investisseurs de long terme (cf. tableau 1 ci-contre).

**Tableau 1**  
**Estimations des actifs gérés et des investissements illiquides**  
**des investisseurs de long terme**

	Actifs gérés (en Md\$)	Allocation vers des investissements illiquides	
		En Md\$	En %
<i>Family offices</i>	1 200	400	35
Fondations/dotations	1 300	300	20
Fonds souverains	3 100	300	10
Fonds de pension	11 000	1 000	9
Assurances-vie	11 000	400	4

Source : World Economic Forum USA Inc., *The Future of Long-Term Investing*, 2009.

Les chiffres concernant les *family offices* sont probablement dans la fourchette basse puisque l'estimation des *ultra high net worth individuals* (Thiel et Lassignardie, 2011) s'élève à plus de 15 000 Md\$ en 2010 (mais tous ne bénéficient pas des services d'un *family office* et n'en n'auraient la justification économique).

Une étude récente conduite auprès d'une centaine de *family offices* dans le monde établit qu'un tiers d'entre eux sont des SFO, le reste gérant les investissements de plusieurs familles. La moyenne des actifs gérés était de 990 M£. 80 % des *family offices* de l'étude avaient une allocation stratégique des actifs avec des objectifs à long terme. Seulement 14 % utilisaient la dette pour financer leur portefeuille et moins de 1 % utilisaient des instruments dérivés. Enfin, les trois quarts environ estimaient ne pas avoir besoin de vendre pour de la liquidité, ce qui confirme l'investissement à long terme des *family offices* (Shakani, 2012).

Dans une autre enquête auprès de 138 SFO (Amit *et al.*, 2008), 58 % des familles étaient toujours impliquées dans des entreprises opérationnelles, avec une forte participation (plus des trois quarts) des membres de la famille dans l'entreprise. Elles étaient également très impliquées dans la gestion des SFO, avec un membre de la famille à sa tête dans presque la moitié des cas. L'implication de la famille dans le *family office* était moins forte avec l'augmentation du nombre de générations et de la fortune. Les investissements en direct dans les entreprises et en *private equity* étaient plus importants en Europe et dans les premières générations, les Américains investissant davantage dans les actions cotées. Les objectifs énoncés par les *family offices* sont la gestion de la fortune transgénérationnelle, la consolidation des comptes, puis l'unité familiale et l'éducation. On voit bien, comme

pour les entreprises familiales, que les objectifs dépassent l'aspect financier.

Une étude de Leleux et Schwass (2006), entretiens conduits auprès d'une douzaine de SFO gérant des fortunes supérieures à 1,5 Md€ en Europe, montre déjà que les motivations des *family offices* varient selon les générations, mais dépassent toujours le seul aspect financier. L'étude mentionne le rôle du *family office* pour permettre à la famille de réaliser ses souhaits entrepreneuriaux et cite l'« amusement » (*fun* dans l'article en anglais) comme l'une des motivations de créer un *family office*. Les investissements faits par ces *family offices* incluent l'immobilier et les secteurs d'industrie liés à l'entreprise familiale. Les auteurs observent aussi que l'esprit d'entreprise (et les investissements en *private equity*) est plus présent au stade du fondateur, qui investit parce que c'est « amusant », et plus limité pour les familles plus nombreuses dans les générations suivantes. Par ailleurs, ils trouvent que les *family offices* investissent davantage en *private equity* quand l'entreprise familiale a été vendue (cela se comprend si l'on considère que les investissements en *private equity* permettent de retrouver une forme d'implication).

Enfin, Fernandez-Moja et Castro-Balaguer (2011) confirment que l'objectif d'un SFO est de lier investissement et gestion de patrimoine avec transmission de l'héritage familial au sens plus large. Ils exposent le cas de Bessemer Trust, un *family office* démarré pour une famille et qui sert maintenant plus de 2 000 familles. L'un de ses responsables, William H. Forsyth Jr., *Senior Fiduciary Counsel*, précise : « Les gens ne sont pas seulement concernés par le transfert des actifs financiers. Ils sont intéressés par la manière dont leur fortune va affecter les vies des membres de leur famille. »<sup>4</sup>

Nous retrouvons le capital financier patient, mais aussi le capital humain (avec l'implication personnelle des membres de la famille dans la gestion du *family office* ou le souci des conséquences de la fortune), social et émotionnel : les investissements directs dans les entreprises et le *private equity* sont en partie le reflet d'une motivation pour une implication personnelle dans les investissements. Nous sommes dans le cycle d'investissement « des entrepreneurs et des familles chez les entrepreneurs et les familles », dans la confiance.

Enfin, notons que certains *family offices* et entreprises familiales ont une implication dans la philanthropie et l'investissement social – autre forme d'investissement à long terme.

## NOTES

1. Traductions de l'auteur.
2. Traduction de l'auteur.
3. Personnes dont les actifs disponibles à l'investissement s'élèvent à plus de 30 M\$.
4. Traduction de l'auteur.

## BIBLIOGRAPHIE

- ADELLE J.-F. et TANDEAU DE MARSAC V. (2012), « Les financements obligataires mutualisés, une ressource alternative pour les ETI ? », *Option Finance*, n° 1170, pp. 28-29.
- ALLOUCHE J., AMANN B. et GARAUDEL P. (2007), « Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en Bourse et du degré de contrôle actionnariat », colloque annuel 2007 AIMS, Montréal.
- AMIT R., LIECHTENSTEIN H., PRATS J., MILLAY T. et PENDLETON L. P. (2008), « Single Family Office: Private Wealth Management in the Family Context », Wharton et IESE.
- ANDERSON R. C. et REEB D. M. (2003), « Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1301-1327.
- ANGELBLOG (2012), « Startup Funding – Sources and Sequence ». Disponible sur le site : [www.angelblog.net/Startup\\_Funding\\_Sources\\_of\\_Financing.html](http://www.angelblog.net/Startup_Funding_Sources_of_Financing.html).
- ASTRACHAN J. H., KLEIN S. B. et SMYRNIOS K. X. (2002), « The F-PEC Scale of Family Influence: a Proposal for Solving the Family Business Definition Problem », *Family Business Review*, vol. 15, n° 1, pp. 45-58.
- BECHET A. (avec Voxfemina) (2012), « Financement des entreprises », *Revue Banque*, n° 751, pp. 52-58.
- BLOCH A., KACHANER N. et MIGNON S. (2012a), *La stratégie du propriétaire. Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*, collection Village Mondial, Pearson.
- BLOCH A., STALK G. et KACHANER N. (2012b), « What You Can Learn from Family Business », *Harvard Business Review*, vol. 90, n° 11, novembre, pp. 1-5.
- BLONDEL C. et DUMAS A. (2008), *L'Entreprise familiale sauvera-t-elle le capitalisme ? – Portraits*, Autrement.
- BLONDEL C., KLEIN S. et THOMASSEN A. J. (2002a), « Myths and Realities – The Role of Family Business in the European Economy », Camptden conference.
- BLONDEL C., ROWELL N. et VAN DER HEYDEN L. (2002b), « Prevalence of Patrimonial Firms on Paris Stock Exchange. Analysis of the Top 250 Companies in 1993 and 1998 », INSEAD, *Working Paper*.
- CHRISMAN J. J., CHUA J. H., KELLERMANN S. F. et WU Z. (2011), « Family Involvement and New Venture Debt Financing », *Journal of Business Venturing*, vol. 26, n° 4, juillet, pp. 472-488.
- CORSTJENS M., VAN DER HEYDEN L. et PEYER U. (2006), « Performance of Family Firms, Evidence from US and Europe Firms and Investors », INSEAD, *Working Paper*.
- DANES S. M., STAFFORD K., HAYNES G. et AMARAPURKAR S. S. (2009), « Family Capital of Family Firm: Bridging Human, Social and Financial Capital », *Family Business Review*, vol. 22, pp. 199-216.
- DE VISSCHER F. (2012), « The Plot Does Not Change... Only the Theatre and the Actor! ». Disponible sur le site : [www.familybusinesswiki.org](http://www.familybusinesswiki.org).
- EUROPEAN FAMILY BUSINESSES (2012), *Families in Business for the Long-Term*.
- FERNANDEZ-MOJA M. et CASTRO-BALAGUER R. (2011), « Looking for the Perfect Structure: the Evolution of Family Office from a Long-Term Perspective », *Universia Business Review*, Cuarto Trimestre 2011.
- GALLO M. A. et VILASECA A. (1998), « A Financial Perspective on Structure, Conduct and Performance in the Family Firm: an Empirical Study », *Family Business Review*, vol. 11, n° 1, mars, p. 35-47.
- GIAMI T. et RAMEIX G. (2011), *Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier*.

HABBERSHON T. G. et WILLIAMS M. L. (1999), « A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms », *Family Business Review*, vol. 12, pp. 1-25.

HOFFMAN J., HOELSCHER M. et SORENSON R. (2006), « Achieving Sustained Competitive Advantage: a Family Capital Theory », *Family Business Review*, vol. 19, n° 2, pp. 135-145.

KLEIN S. B. et BLONDEL C. (2002), « Ownership Structure of the 250 Largest Listed Companies in Germany », INSEAD, *Working Paper*.

LEFEBVRE A. (2012), « Financement obligataire, des innovations au service des PME », *Option Finance*, mai, pp. 12-15.

LELEUX B. et SCHWASS J. (2006), « Family Offices and Risk Investments: a Pan-European Empirical Analysis of Structure and Governance Issues », IMD International.

MASSA M. et ZALDOKAS A. (2011a), « Block Ownership and the Role of Reputation in the Debt Market », *Working Paper*.

MASSA M. et ZALDOKAS A. (2011b), « Family Firms, their Creditors and Minority Shareholders », *Working Paper*.

MYERS S. C. (1984), « The Capital Structure Puzzle », *The Journal of Finance*, vol. 39, pp. 575-592.

POUTZIOURIS P. Z. (2001), « The Views of Family Companies on Venture Capital Evidence from the UK SME Economy », *Family Business Review*, vol. 14, n° 3, septembre.

POUTZIOURIS P. Z. (2011), « The Financial Structure and Performance of Owner-Managed Family Firms: Evidence from the UK Economy », *Universia Business Review*, Cuarto Trimestre 2011, pp. 70-81.

SEC (Securities and Exchange Commission) (2011), *Family Offices. Final Rule*.

SHAKANI D. (2012), *FT SGA 100 Family Office Research 2012*, CoreData Research.

SIRMON D. G. et HITT M. A. (2003), « Managing Resources: Linking Unique Resources, Management and Wealth Creation in Family Firms », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, n° 4, pp. 339-358.

SOERNSON R. L. et BIERMAN L. (2009), « Family Capital, Family Business and Free Enterprise », *Family Business Review*, vol. 22, n° 3, pp. 193-195.

STEIER L. (2003), « Variants of Agency Contracts in Family-Financed Ventures as a Continuum of Familial Altruistic and Market Rationalities », *Journal of Business Venturing*, vol. 18, n° 5, septembre, pp. 597-618.

STRAER D. et THESMAR D. (2007), « Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market », *Journal of the European Economic Association*.

THIEL J. W. et LASSIGNARDIE J. (2011), *World Wealth Report 2011*, Capgemini & Merrill Lynch.

WEF (World Economic Forum) (2011), *The Future of Long-Term Investing*.

WEF (2012), *Measurement, Governance and Long-Term Investing*.

# REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

\*\*

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, NATIXIS*

Philippe Bajou, *Membre du directoire, La Banque postale*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Hans Blommestein, *Organisation de coopération et de développement économiques*

Éric de Bodt, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Benoît Coeuré, *Directoire de la Banque centrale européenne*

Sylvain de Forges, *Directeur général délégué, AG2R La Mondiale*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Vincent Gros, *Secrétaire général, LCH-Clearnet*

Pierre Jacquet, *Président, Global Development Network*

Pierre Jaillet, *Directeur général, Banque de France*

Elyes Jouini, *Professeur, Université Paris IX – Dauphine*

Bertrand Labilloy, *Directeur des affaires économiques, financières et internationales, Fédération française des sociétés d'assurances*

Pierre de Lauzun, *Directeur général délégué, Fédération bancaire française*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Marie-Pierre Peillon, *Présidente, Société française des analystes financiers*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Robert Raymond, *Directeur général honoraire, Banque de France*

David Thesmar, *Professeur, HEC*

Philippe Trainar, *Chef économiste, SCOR*

Gilles Vaysses, *Directeur général des activités fiduciaires et de place, Banque de France*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Direction générale du Trésor*

**Rédaction** : Sylvie Geinguenaud, *Secrétaire de rédaction*

16, rue Berthollet – Arcueil 3 – 94113 Arcueil Cedex

Tél. : 01 58 50 95 12

Télécopie : 01 58 50 05 17

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

## L'investissement à long terme

Introduction

*EDWARD ARKWRIGHT*

*PHILIPPE TRAINAR*

L'utilité des investissements  
de long terme

*JEAN-HERVÉ LORENZI*

*JULIEN NAVAUX*

## Financement et investisseurs de long terme

Quelles ressources mondiales  
pour financer l'investissement  
à long terme ?

*DOMINIQUE NAMUR*

Investissement à long terme  
et capitalisme familial

*CHRISTINE BLONDEL*

L'épargnant au bord de la crise

*LUC ARRONDEL*

*VLADIMIR BORGY*

*FRÉDÉRIQUE SAVIGNAC*

Le capital-risque : un financement  
efficace de l'innovation  
sur le long terme

*GHIZLANE KETTANI*

*ALAIN VILLEMEUR*

*Le private equity* : investisseur  
à long terme par excellence

*CHRISTOPHE BAVIÈRE*

Allocation stratégique des actifs  
et gestion de l'investissement  
à long terme par les investisseurs  
institutionnels

*ÉRIC BOUYÉ*

## Les pouvoirs publics et l'investissement à long terme

Le financement des investissements  
de long terme : quel rôle pour les pouvoirs  
publics ?

*JEAN BOISSINOT*

*CLAIRE WAYSAND*

Pourquoi des politiques d'incitation  
à l'investissement de long terme ?

*DIDIER JANCI*

Investissement à long terme : enjeux pour  
la croissance, la stabilité monétaire  
et financière

*PIERRE JAILLET*

Investisseurs à long terme, régulation  
financière et croissance soutenable

*MICHEL AGLIETTA*

*SANDRA RIGOT*

Le financement des infrastructures

*ALAIN QUINET*

Les partenariats public-privé, l'avenir  
du financement des infrastructures

*BRUNO ANGLES*

## Articles divers

Les mécanismes d'assurance au sein  
de l'Union économique et monétaire :  
avant, pendant et après la crise

*BENOÎT CŒURÉ*

Les effets des politiques de *quantitative  
easing* sur le taux de change :  
les enseignements de l'expérience  
américaine

*MICHEL DUPUY*

ISBN 978-2-916920-44-3

ISSN 0987-3368

Prix : 32,00 €

