

# Quelle est la valeur d'une entreprise familiale ?

Valeur totale, valeur émotionnelle et valeur de marché

Centre pour Entreprises Familiales



Université de Saint-Gall

# Table des matières

<b>Editorial</b>	<b>4</b>
<b>1 Introduction</b>	<b>6</b>
<b>2 Question de recherche</b>	<b>8</b>
<b>3 Méthode</b>	<b>9</b>
<b>4 Entretiens avec les entrepreneurs</b>	<b>10</b>
<b>5 Valeur totale, valeur émotionnelle et valeur de marché</b>	<b>11</b>
<b>6 Quels facteurs influencent la valeur totale ?</b>	<b>12</b>
<b>7 Interprétation des résultats</b>	<b>13</b>
7.1 Perspective financière	
7.2 Perspective émotionnelle	
<b>8 Quand ces observations sont-elles utiles ?</b>	<b>15</b>
8.1 Utilité dans le cadre d'une succession	
8.2 Utilité dans le cadre de l'achat ou de la vente d'une entreprise	
<b>9 Remarques finales</b>	<b>17</b>
<b>10 Bibliographie</b>	<b>18</b>
<b>11 Annexe</b>	<b>19</b>
11.1 Méthode de calcul de la valeur d'une entreprise	
11.2 Mesure de l'influence familiale	



**Peter Bühler**

Partner, responsable Entrepreneur Markets  
Ernst & Young  
peter.buehler@ch.ey.com

**Pierre-Alain Cardinaux**

Partner, responsable du siège de Lausanne  
Ernst & Young  
pierre-alain.cardinaux@ch.ey.com

## Editorial

Propension au risque, engagement personnel et perspectives au long cours sont les trois traits essentiels qui caractérisent toute entreprise familiale. Nous avons déjà étudié comment ces spécificités se répercutent sur le rendement, sur le style de gestion et, dans le cas des entreprises cotées en Bourse, sur le cours des actions de ces sociétés. Nous nous sommes déjà penchés également sur les opportunités que recèle leur caractère familial. Toutes ces observations n'ont d'autre but, au demeurant, que de déterminer in fine la « vraie » valeur des entreprises familiales.

Un problème auquel nous sommes quotidiennement confrontés chez Ernst & Young car, dans ce segment de clientèle si important à nos yeux, il nous arrive très souvent de devoir régler la délicate question de la succession ou d'accompagner des opérations d'acquisition ou de vente.

Or, les missions qui en découlent vont régulièrement au-delà de l'aspect purement économique ou mathématique. Elles consistent plutôt, au fil du dialogue noué avec ces chefs d'entreprise, à comprendre des cultures souvent marquées de l'empreinte de personnalités fortes et à s'imprégner de leur vision pour en évaluer les perspectives d'avenir. C'est dans cette logique que s'inscrit la présente étude, dont l'objectif est de mettre en exergue la multiplicité des angles d'approche et leur bien-fondé afin de mieux les faire comprendre. Cette nouvelle enquête, aussi riche d'enseignements que les précédentes, a été réalisée conjointement avec le Center for Family Business de l'Université de Saint-Gall et plus particulièrement avec Urs Fueglistaller et Thomas Zellweger, auxquels nous adressons nos plus chaleureux remerciements.

Nous vous en souhaitons bonne lecture et nous réjouissons à l'idée de pouvoir débattre prochainement de ses conclusions avec de nombreux chefs d'entreprise.

Peter Bühler

Pierre-Alain Cardinaux

**Prof. Urs Fueglistaller**  
Directeur académique  
Centre pour Entreprises Familiales  
de l'Université de Saint-Gall  
urs.fueglistaller@unisg.ch

**Thomas Zellweger, docteur en économie**  
Membre du comité de direction  
Centre pour Entreprises Familiales  
de l'Université de Saint-Gall  
thomas.zellweger@unisg.ch



L'étude a été réalisée sous la direction de **Thomas Zellweger**, membre de la direction du Center for Family Business à l'Université de Saint-Gall (CFB-HSG). Thomas Zellweger a étudié à l'Université de Saint-Gall et à l'Université catholique de Louvain, Belgique. Après ses études, il a travaillé deux ans dans l'Investment Banking. Thomas Zellweger a rédigé une thèse consacrée aux risques, à la rentabilité et aux valeurs dans les entreprises familiales. Le texte ci-après est extrait de son travail. La mise au point de la théorie de la valeur totale développée dans cette publication a été largement influencée par de nombreux entretiens et contacts avec le professeur Joe Astrachan, Kennesaw State University, USA. Monsieur Astrachan est l'éditeur de la «Family Business Review», la revue internationale la plus renommée en matière de recherche sur les entreprises familiales. Nous souhaitons lui exprimer notre profonde gratitude.

La présente étude constitue le troisième volet de la trilogie «Entreprises familiales : risques, rentabilité, valeurs» et achève le panorama complet consacré aux défis financiers des entreprises familiales. Cette troisième étude examine la valeur de marché des entreprises familiales et la perception qu'ont les membres de la famille de la valeur de leur entreprise.

C'est la première fois qu'une étude pratique sur le sujet qualifie ce concept de «valeur totale»: la valeur totale correspond à l'estimation de la valeur pécuniaire d'une entreprise par son dirigeant. C'est également la réponse donnée par l'entrepreneur à la question: «Pour quel montant seriez-vous prêt à vendre votre entreprise à un tiers?»

L'étude présente des approches qui permettent d'expliquer l'écart très significatif (mesuré par des chiffres concrets) entre la valeur de marché d'une entreprise et sa valeur dans le «cœur» de son propriétaire.

Ces approches explicatives ne sont toutefois aucunement des facéties ou des spéculations académiques. Au contraire, elles aident à comprendre les processus de succession et les négociations qui interviennent lors des ventes d'entreprises: elles confortent d'une part les hypothèses des entreprises familiales et d'autre part les suppositions des partenaires de négociation. En effet, lorsque des entreprises familiales cherchent à s'autoévaluer ou sont évaluées par des tiers, les émotions jouent toujours un rôle important et se répercutent aussi sur le prix.

A l'aide d'enquêtes empiriques, la présente étude cerne les contours d'un phénomène qui n'avait jusqu'alors soulevé que peu d'attention: la valeur de marché des entreprises (familiales) se distingue de la valeur subjective que la famille prête à son entreprise.

Urs Fueglistaller

Thomas Zellweger

# 1 Introduction

La présente étude est le dernier volet de la trilogie sur les caractéristiques financières des entreprises familiales (Zellweger et Fueglistaller, 2005a et 2005b). Cette étude examine ce qui est considéré comme précieux dans les entreprises familiales privées.

La question de la valeur et de l'évaluation est depuis longtemps au cœur de la gestion d'entreprise. A l'heure actuelle, quelque 450 ouvrages récents en langue allemande traitent de l'évaluation des entreprises et les articles sur le sujet ne manquent pas dans les revues spécialisées. La grande majorité de ces publications abordent le sujet de l'évaluation en rapport avec l'achat ou la vente d'une entreprise.

Une telle approche n'est pas pleinement adaptée au quotidien des entreprises : les transactions sur les entreprises sont certes un domaine d'activité intéressant pour les conseillers<sup>1</sup>, mais elles ne sont souvent pas une fin en soi de l'activité de l'entreprise. Pour la plupart des entrepreneurs, c'est bien plus le maintien

d'une entreprise et la poursuite de son activité propre qui sont la priorité. Ainsi, les ouvrages sur l'évaluation des entreprises sont par bien des égards trop restrictifs. Nous allons illustrer ce propos à l'aide de quelques exemples.

Tout d'abord, la plupart des méthodes d'évaluation visent à calculer la (juste) valeur qu'un acheteur est prêt à verser pour l'entreprise. Même les études des primes d'acquisition (goodwill) lors de la vente d'entreprises se placent la plupart du temps du côté de l'acheteur. L'évaluation ne mesure donc pas la valeur qu'un vendeur éventuel confère à son entreprise. Si l'on veut mesurer cette valeur et analyser les facteurs qui l'influencent, il faut examiner la valeur subjective que prête le chef d'entreprise à son affaire. Pour cela, il est possible de l'interroger sur l'importance des objectifs de l'entreprise. Une enquête de ce type a révélé, dans le cadre des études de Zellweger (2006), que la survie de l'entreprise et son indépendance arrivent en tête du classement (cf. figure 1).

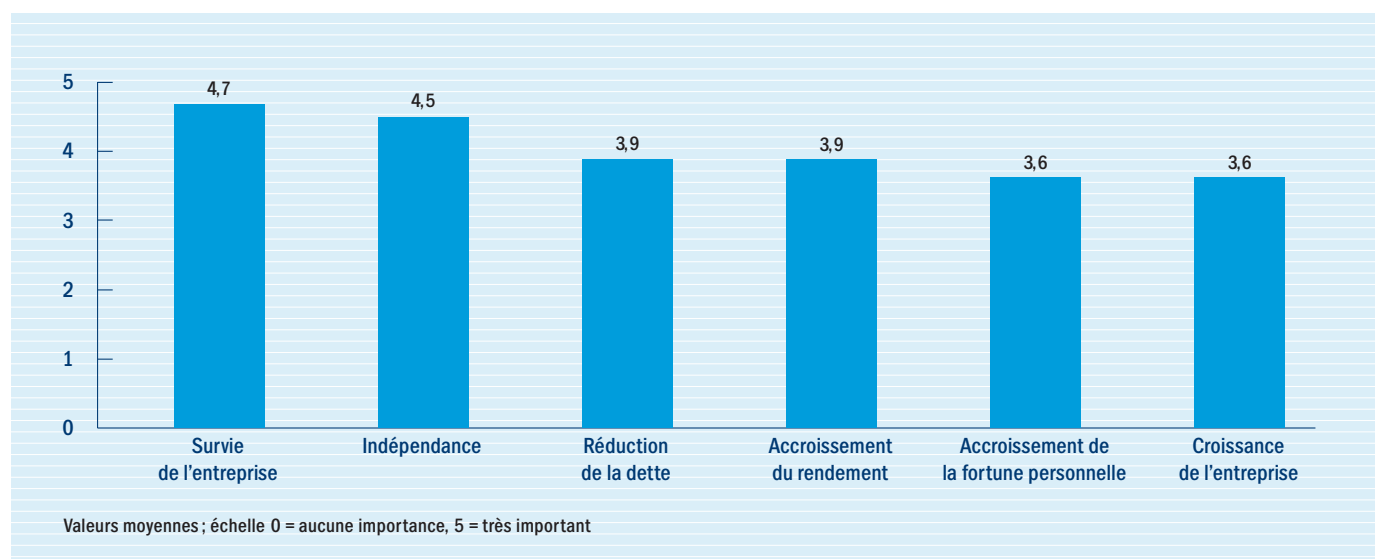


Figure 1: importance des objectifs de l'entreprise dans le cas des entreprises privées

Comme l'a déjà illustré l'étude de la politique de risque et d'investissement (Zellweger et Fueglistaller, 2005a), les opinions exprimées dans le cadre de l'enquête s'appliquent tout particulièrement aux entreprises familiales. Il est donc intéressant de voir quelles valeurs sont subjectivement jugées précieuses et comment ces valeurs non monétaires se répercutent sur l'évaluation (monétaire) subjective de l'entreprise par son propriétaire en tant que vendeur potentiel.

Deuxièmement, aucune étude n'a encore été conduite afin de déterminer si les aspects émotionnels influent sur l'évaluation subjective d'une entreprise et, dans l'affirmative, dans quelle mesure. Les luttes familiales intestines entraînent-elles une évaluation subjective de l'entreprise moins élevée ? L'âge du chef d'entreprise a-t-il une influence sur l'évaluation de la valeur de sa société, et si oui, dans quelle sens agit-il ? Est-il significatif ou pas que l'entreprise soit déjà dans la famille depuis plusieurs générations ? Le fait que l'entreprise porte le nom de la famille du propriétaire influence-t-il l'évaluation subjective de l'entrepreneur ? Et si les aspects émotionnels jouent un rôle, l'évaluation subjective varie-t-elle au fil du temps ?

Troisièmement, il est vrai que le concept de la deuxième meilleure solution, qui est souvent employé en microéconomie, est intéressant d'un point de vue théorique. Néanmoins, de nombreux chefs d'entreprises familiales n'ont pas d'alternative à la direction de leur entreprise, qui leur incombe déjà depuis plusieurs années ou qui incombe à la famille depuis déjà plusieurs générations. La deuxième meilleure solution peut varier en fonction des intérêts de chaque entrepreneur : pour le dirigeant de longue date, la seule solution sensée est parfois de continuer à la tête de l'affaire, même si elle est dans le rouge. Pour un propriétaire motivé par des aspects financiers, la vente peut être la seule solution sensée.

Quatrièmement, personne n'a jusqu'à présent pris en compte le fait que l'appréciation de la valeur des actions n'est le premier

objectif que d'une minorité d'entrepreneurs. Et ce n'est pas uniquement en raison de l'importance des objectifs non financiers : lorsque le chef d'entreprise a pour objectif primordial de transmettre son affaire – si possible à un membre de la famille – il n'a pratiquement pas la possibilité de tirer profit d'une appréciation de la valeur de l'entreprise. Bien au contraire : si l'entreprise s'est appréciée, la transmission peut être rendue encore plus onéreuse pour des raisons fiscales. Dans de nombreux cas, les profits financiers des chefs d'entreprise se cantonnent à leur salaire, aux dividendes et à la possibilité de pouvoir faire passer des dépenses privées sur l'exploitation.

Cinquièmement, les méthodes d'évaluation courantes telles que la méthode des flux de trésorerie (cash-flow)<sup>2</sup> actualisés et le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), qui calculent le coût des capitaux propres, s'appuient sur des hypothèses qui ne s'appliquent généralement ni aux entreprises familiales ni aux sociétés privées. Elles postulent par exemple qu'il existe des transferts largement diversifiés entre actionnaires minoritaires et des marchés liquides pour l'achat et la vente d'actions de l'entreprise et que l'horizon temporel ne joue aucun rôle. Il est vrai que le MEDAF est assez souple pour permettre de compenser au moins partiellement ces faiblesses. ■

<sup>1</sup> Dans cette étude, les fonctions de « conseiller », « acheteur », « vendeur » ou « chef d'entreprise » sont employées de façon générique au masculin.

<sup>2</sup> Cette méthode consiste à actualiser les flux de trésorerie futurs estimés. Pour cela, on a recours au coût du capital ajusté au risque, que l'on peut calculer à l'aide du MEDAF.

## 2 Question de recherche

Les ouvrages existants n'apportent pas de réponse convaincante à l'évaluation subjective des entreprises du point de vue d'un vendeur potentiel. La présente étude examine comment combler, tout du moins partiellement, ces lacunes. C'est à cette fin qu'est introduit le concept de valeur totale. La valeur totale répond à la définition suivante :

La valeur totale correspond à l'estimation de la valeur pécuniaire d'une entreprise par le chef d'entreprise. Elle s'élève au montant auquel l'entrepreneur est prêt à céder sa société à un tiers.

Les projets d'entreprises ne sont exécutés que si l'on pense subjectivement qu'ils sont créateurs de valeur. L'examen de la valeur totale d'une entreprise donne des indications sur les raisons qui ont motivé l'engagement dans un projet ou son abandon. Il permet par ailleurs d'informer sur le véritable coût du capital pour les entreprises (familiales) privées.

Cette étude procure des éclairages nouveaux pour l'activité de vente et d'achat d'entreprises ainsi que pour la théorie de la finance d'entreprise, dans la mesure où elle se place du point de vue du vendeur potentiel. Elle révèle par ailleurs les facteurs qui influencent la valeur totale et l'ampleur de cette influence. Enfin, elle donne des informations sur l'évaluation effectuée par le vendeur potentiel lorsque aucune transmission de l'entreprise ne s'annonce (encore). ■

# 3 Méthode

■ Dans un premier temps, nous avons cherché à nous entretenir avec des entrepreneurs afin de déterminer quels sont les éléments de valeur à leurs yeux. Au total, nous avons mené 35 entretiens dans le cadre de séminaires d'échange d'expériences destinés aux chefs d'entreprise et organisés à l'Institut suisse des petites et moyennes entreprises de l'Université de Saint-Gall. Ces entretiens ont permis de tirer des renseignements précieux sur les facteurs qui peuvent influencer la valeur totale.

Dans un second temps, nous avons élaboré un questionnaire à l'aide de ces constatations, que nous avons ensuite envoyé dans le cadre de l'étude «Cherche successeur» (Frey et al., 2005). Cette enquête écrite a été adressée à 906 entreprises, et 381 dirigeants ont rempli le questionnaire intégralement. Ce taux de réponse s'explique essentiellement par la question délicate qui était posée aux entrepreneurs, à savoir à quel prix ils seraient prêts à vendre leur affaire.

Parmi les 381 répondants, 71,1% appartenaient au secteur secondaire, tandis que 28,9% relevaient du secteur tertiaire. Les très petites entreprises, qui représentaient 28,3% des répondants, étaient sous-représentées (Office fédéral de la statistique, OFS : 87,8%). En revanche, les petites entreprises (entre 10 et 49 salariés), avec 36,0% (OFS : 10,0%), les moyennes entreprises (entre 50 et 249 salariés), avec 34,1% (OFS : 1,8%) et les grandes entreprises (plus de 250 salariés), avec 6,1% (OFS : 0,3%) étaient surreprésentées. ■



## 4 Entretiens avec les entrepreneurs

■ Lors de la première phase de l'étude, nous avons cherché à nous entretenir avec les chefs d'entreprise (cf. chapitre 3). Les enseignements tirés des 35 entretiens ont posé les jalons de la préparation d'une enquête empirique :

Il s'est tout d'abord avéré que, pour la plupart des entreprises, la valeur financière de la société (valeur de marché) était un critère de mesure de l'activité peu pertinent lorsque l'entreprise n'est pas à vendre.

Ensuite, une évaluation approximative de ces entreprises a été menée en guise de préparation. Ce travail a été possible car ces 35 sociétés avaient communiqué leurs données comptables à l'Institut suisse des petites et moyennes entreprises de l'Université de Saint-Gall à des fins de comparaison. Après consultation de spécialistes de l'évaluation, ces entreprises ont été évaluées sur la base d'un multiple de l'EBIT propre à chaque secteur : le bénéfice avant impôts et intérêts des capitaux empruntés est alors multiplié par un coefficient spécifique à chaque secteur. Avant de présenter cette évaluation financière aux entrepreneurs, nous leur avons demandé quelle valeur subjective ils accordaient à leur affaire (valeur totale). Bien que ce procédé comporte quelques lacunes et imprécisions (comme l'influence des réponses par les discussions de groupe, l'évaluation du multiple), il a clairement montré que les chefs d'entreprise surestiment largement la valeur de leur société.

Enfin, les entretiens ont montré que les aspects émotionnels influencent considérablement l'évaluation subjective. C'est ce qu'illustrent les propos suivants :

« Dans mon entreprise, j'emploie le père, la mère et le fils d'une famille. C'est une lourde responsabilité. Je ne sais pas si un nouveau patron verrait les choses de la même façon. »  
(Chef d'entreprise du canton de Bâle-Campagne)  
Valeur émotionnelle : « **responsabilité envers les salariés** ».

« Si quelqu'un devait refaire tout ce que j'ai créé ces 20 dernières années ! On ne peut plus refaire ça aujourd'hui. On le voit bien au fait que mon entreprise est toujours là aujourd'hui. Pas un de mes concurrents n'a survécu ! »  
(Chef d'entreprise du canton d'Argovie)  
Valeur émotionnelle : « **investissement personnel lors du développement de l'entreprise** » et « **stress** ».

« L'entreprise est dans la famille depuis déjà quatre générations. Il faudrait payer très cher pour l'avoir. »  
(Chef d'entreprise du canton d'Appenzell)  
Valeur émotionnelle : « **tradition familiale** ».

« Je n'ai que 39 ans. Il faudrait que je puisse bien vivre sur le produit de la vente. »  
(Chef d'entreprise du canton d'Argovie)  
Valeur émotionnelle : « **sécurité financière** ».

« Je te laisse tout le magasin si tu veux. Paye-moi un voyage de six mois autour du monde et il est à toi. »  
(Chef d'entreprise du canton de Zoug)  
Valeur émotionnelle : « **être heureux après la vente** ».

Nous pouvons tirer deux enseignements de ces propos : ce qui a de la valeur pour un entrepreneur varie d'un individu à l'autre. Les aspects non financiers jouent un rôle important. ■

# 5 Valeur totale, valeur émotionnelle et valeur de marché

La première phase de la présente étude s’est déroulée sur la base d’entretiens individuels dont les résultats ont servi de fondement à l’élaboration d’un questionnaire anonyme (cf. chapitre 3). Le questionnaire tenait également compte de facteurs pouvant influencer la valeur totale, comme par exemple :

- influence de la famille (pour la mesure, cf. chapitre 11.2, Annexe)
- nom de l’entreprise et nom de famille du chef d’entreprise
- âge du chef d’entreprise
- ancienneté de l’entreprise
- bonheur perçu par l’individu
- le chef d’entreprise est-il un descendant du fondateur ?
- secteur

Puisque nous disposions également des flux de trésorerie des 381 entreprises dont les questionnaires ont été dépouillés, il a été possible d’établir une évaluation approximative de ces sociétés (selon la méthode détaillée au chapitre 11.1) et d’en déduire une valeur de marché approximative. Cette valeur de marché a en-

suite été rapprochée de la valeur totale de chaque entreprise. L’écart entre la valeur de marché et la valeur totale a été défini comme la part de valeur émotionnelle. C’est pourquoi la présente étude fait référence au concept de « valeur émotionnelle ».

<b>Valeur totale = valeur de marché + valeur émotionnelle</b>	<b>Formule 1</b>
par conséquent	
<b>Valeur émotionnelle = valeur totale - valeur de marché</b>	<b>Formule 2</b>

D’après les résultats des 381 questionnaires, la valeur de marché moyenne s’établissait à 4,1 millions de francs suisses (cf. tableau 1). L’évaluation moyenne de leur société par les chefs d’entreprise s’est quant à elle élevée à 8,5 millions de francs, soit 100 % de plus que la valeur de marché. Cet écart ne doit pour autant pas être qualifié de « surévaluation ». On peut au contraire considérer que la différence de 4,4 millions de francs s’explique par la valeur émotionnelle. Cette hypothèse est explicitée dans le chapitre suivant. ■

	Minimum	Maximum	Valeur moyenne	Ecart type
<b>Valeur totale</b>	50 000	52 000 000	8 487 000	9 154 366
<b>Valeur de marché</b>	0	27 184 466	4 139 756	4 998 266
<b>Valeur émotionnelle</b>	5 423	34 674 330	4 347 244	6 103 284
<b>Valeur de marché en % de la valeur totale</b>	0,00	99,60	49,33	27,87
<b>Valeur émotionnelle en % de la valeur totale</b>	0,40	100,00	50,67	27,87

Tableau 1 : détails de la valeur totale, de la valeur émotionnelle et de la valeur de marché

## 6 Quels facteurs influencent la valeur totale?

Dans ce chapitre, nous examinerons quels sont les facteurs, ou, pour adopter le langage de la statistique, quelles sont les variables qui influencent la valeur totale, c'est-à-dire la valeur subjective d'une entreprise.

La démarche scientifique voudrait que l'on pose maintenant tout d'abord les hypothèses de corrélation entre les différentes variables et la valeur totale. Nous avons toutefois renoncé à cet usage théorique dans le cadre de cette publication car il s'inscrit en porte-à-faux avec son objectif pratique et son champ d'application.

Au lieu de cela, nous avons examiné, à l'aide d'une régression linéaire (analyse de régression), quelles étaient les variables qui avaient une influence significative sur la valeur totale. De nombreuses variables pouvant influencer la valeur totale sont ressorties des entretiens avec les entrepreneurs (cf. chapitre 5). La méthode statistique sélectionnée présente l'avantage de montrer non seulement les variables qui ont une influence significative sur la valeur totale, mais également le sens (positif/négatif) et l'ampleur de cette influence. Cette étude a permis de dégager les résultats suivants :

- Le bonheur perçu par l'individu et la valeur totale sont négativement corrélés : la mesure du degré de bonheur dépend de l'évaluation personnelle donnée par les entrepreneurs. Ces derniers ont dû pour cela évaluer leur bonheur en fonction de leur situation de vie sur une échelle de 1 (très malheureux) à 10 (très heureux). Cette procédure suit la méthode développée par Frey et Stutzer (2000). L'étude montre qu'une augmentation du bonheur personnel entraîne une baisse de la valeur totale. A chaque point sur « l'échelle de bonheur » (de 1 à 10), la valeur totale de l'entreprise perd 387 159 francs.

Le modèle a été appliqué aux 381 entreprises. Il explique 43,4% de la variance de la valeur totale (mesure de qualité du modèle de régression). Les valeurs T données entre parenthèses indiquent que les trois variables ont une influence statistiquement significative sur la valeur totale.

Aucune dépendance linéaire n'a pu être observée entre les flux de trésorerie et l'ancienneté de l'entreprise : les entreprises les plus anciennes ne sont pas forcément celles qui génèrent les flux de trésorerie les plus abondants.

Valeur totale = 3 598 383 + <b>8.47</b> * flux de trésorerie + <b>26 558</b> * âge de l'entreprise - <b>387 159</b> * bonheur				n = 381 entreprises
(T = 3,004)	(T = 16,056)	(T = 3,533)	(T = -2,662)	R <sup>2</sup> = 43,4%

Ainsi, la valeur totale est significativement dépendante de trois facteurs :

- La capacité bénéficiaire de l'entreprise, mesurée par les flux de trésorerie, est positivement corrélée à la valeur totale : une augmentation des flux de trésorerie d'un franc fait progresser la valeur totale de 8.47 francs.
- L'âge de l'entreprise présente lui aussi une corrélation positive avec la valeur totale : pour chaque année gagnée par l'entrepreneur, la valeur totale augmente de 26 558 francs.

L'analyse n'a par ailleurs montré aucune relation entre la valeur totale et l'âge du chef d'entreprise. Les variables « entreprise familiale » ou « nom de l'entreprise et nom de famille du chef d'entreprise » n'ont pas non plus montré de grande influence sur la valeur totale. Les entretiens avec les entrepreneurs ont fait pressentir un rapport entre les variables « chef d'entreprise descendant du fondateur » et « force de l'influence familiale » et la valeur totale, mais ce sentiment n'a pu être corroboré par la méthode statistique sélectionnée. ■

# 7 Interprétation des résultats

Lorsque les entrepreneurs évaluent subjectivement leurs sociétés, ils ont recours à deux types d'appréciation. D'une part, la perspective financière, et d'autre part, une perspective plutôt émotionnelle (cf. figure 2).

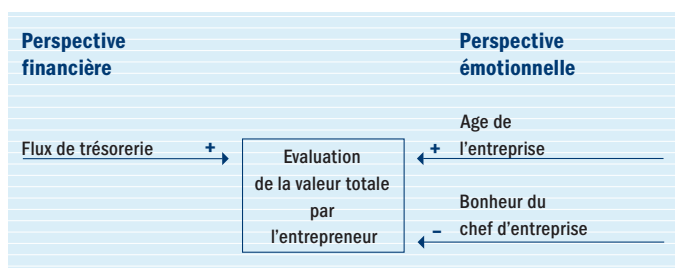


Figure 2: quels facteurs influencent la valeur totale ?

## 7.1 Perspective financière

Pour l'entrepreneur aussi, le critère de mesure le plus important lors de son évaluation subjective reste la rentabilité financière de l'entreprise. La puissance financière de l'entreprise, mesurée par les flux de trésorerie, exerce à l'évidence une influence déterminante sur l'évaluation subjective, même si l'accroissement de la valeur financière de la société ne peut qu'indirectement entraîner une appréciation de la fortune du chef d'entreprise. Les résultats suggèrent cependant que les entrepreneurs voient la réussite financière de la société plutôt comme une nécessité pour atteindre les objectifs plus importants que sont la « survie de l'entreprise » et son « indépendance ».

## 7.2 Perspective émotionnelle

La perspective émotionnelle est influencée en premier lieu par l'ancienneté de l'entreprise. D'après Cantor et Packer (1995), plus une entreprise est ancienne, plus son risque de faillite est faible. Comme l'on peut s'y attendre puisque les chefs d'entreprise ont pour objectif d'assurer la survie de la société, on peut en déduire que l'ancienneté de l'entreprise exerce une influence

positive sur l'évaluation subjective. Par ailleurs, selon Sharma et Manikutty (2005), les chefs d'entreprises familiales ont souvent du mal à se défaire d'activités moins rentables que la moyenne en raison d'un lien émotionnel. En rapprochant ces résultats du concept de la valeur émotionnelle, nous déduisons que ces domaines d'activité à faible rentabilité présentent une valeur (émotionnelle) pour l'entrepreneur. A titre d'exemple, ce dernier peut en tirer des valeurs à plus long terme telles que le statut social, le prestige, la réputation et la renommée (Herbig et Milewicz, 1995).

L'étude empirique montre également qu'il existe une corrélation négative entre la valeur totale et le bonheur personnel de l'entrepreneur. Les chefs d'entreprise heureux ont tendance à évaluer leurs sociétés à un moindre coût. A l'inverse, les entrepreneurs malheureux exigent une valeur plus élevée en cas de vente de leur affaire.

Ce résultat surprenant s'explique par le fait que les gens heureux se « contentent généralement de moins ». Les individus malheureux désirent en revanche que leur malheur soit compensé. Ce mécanisme peut être illustré par cette citation extraite d'un entretien avec un entrepreneur de Suisse centrale :

*« Après avoir trimé pendant des années, si je vends, je veux enfin avoir une compensation décente. »*

L'analogie suivante permet d'illustrer cette valeur émotionnelle : les observations tirées de la présente étude laissent penser que le propriétaire d'une voiture ancienne évalue la valeur de son véhicule aussi selon les critères suivants : plus l'automobile est ancienne, plus le lien émotionnel, et donc la valeur émotionnelle, sont importants. Par ailleurs, le conducteur d'une voiture ancienne tiendra compte du stress et des dépenses engendrés par exemple par les pannes et réparations. La valeur émotionnelle augmentera donc car le propriétaire voudra être dédommagé de ce stress et de ces dépenses lors de la vente de son automobile.

L'exposition des perspectives émotionnelles et financières conduit à se poser la question de la juste valeur du point de vue du vendeur. Les résultats obtenus jusqu'à présent indiquent que cette juste valeur ne se limite justement pas à l'évaluation purement financière basée sur le potentiel de rendement futur de l'entreprise. Au contraire, elle tient compte du passé de la société dans le cadre de son activité. Lors de la cession d'une entreprise, le vendeur se sentira traité avec équité si les négociations aboutissent à un résultat qui couvrira aussi bien sa valeur financière que sa valeur émotionnelle. ■

# 8 Quand ces observations sont-elles utiles?

Les conclusions de la présente étude peuvent être utiles, d'une part, à l'entrepreneur qui souhaite organiser sa succession. D'autre part, elles fournissent des renseignements à toutes les parties prenantes à l'achat ou à la vente d'une entreprise.

## 8.1 Utilité dans le cadre d'une succession

Les résultats indiquent une relation entre la valeur totale et la réussite d'une succession. Les entrepreneurs qui sont plutôt peu satisfaits de leur situation et qui surévaluent donc considérablement leur société dressent eux-mêmes un obstacle à leur succession. En effet, le chef d'entreprise qui surévalue à l'extrême la valeur de son affaire par rapport à sa valeur de marché a moins de chances de trouver un successeur prêt à payer le prix majoré. La pression subie et les efforts déployés dans la recherche d'un successeur augmentent alors et exacerbent l'insatisfaction, ce qui peut accroître par la suite encore la surévaluation (cf. figure 3).

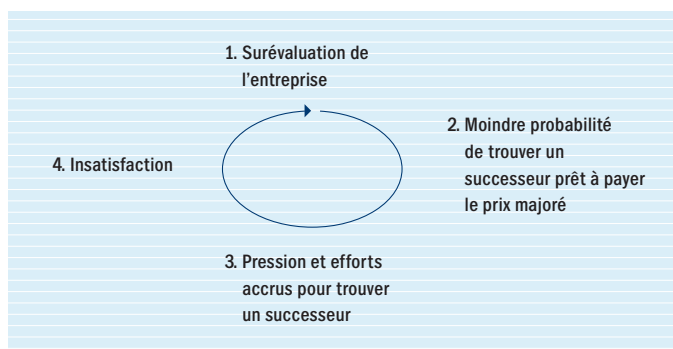


Figure 3: surévaluation lors de la succession

Dans le cadre des successions, les observations doivent encore être quelque peu approfondies sous l'angle de la «capacité à passer la main». Pour les entrepreneurs qui ont développé leur société à grands renforts d'implication personnelle et qui la considèrent comme l'œuvre de toute une vie, la succession est le moment de passer la main. Et c'est justement à ce moment

même que se pose la question du prix auquel l'entrepreneur est prêt à négocier.

Les vendeurs couronnés de succès accordent moins d'importance à la compensation d'une insatisfaction personnelle ou des efforts passés. Ils ont plutôt tendance à considérer cette charge émotionnelle comme un investissement à fonds perdus («sunk costs») qui n'influence plus les décisions actuelles ou à venir. Les moins chanceux se démarquent souvent par le fait qu'ils souhaitent obtenir une compensation pour les charges émotionnelles supportées par le passé. Ainsi, l'expression «capacité à passer la main» signifie, dans le cadre d'une succession, la capacité à considérer les charges émotionnelles passées comme des investissements à fonds perdu et donc sans valeur.

## 8.2 Utilité dans le cadre de l'achat ou de la vente d'une entreprise

Les résultats empiriques de cette étude offrent des précisions utiles aux conseillers ou aux entrepreneurs lors de l'achat ou de la vente d'une société. Ils renseignent sur la logique de raisonnement qui sous-tend la négociation de la part du vendeur. Tout d'abord, la perspective financière tient une place primordiale :

- + Les flux de trésorerie ont une incidence positive considérable sur la valeur estimée par le vendeur (cf. chapitre 6). Au sein des entreprises sondées, chaque franc de trésorerie supplémentaire augmentait l'évaluation subjective de 8.47 francs.

Mais la perspective émotionnelle a elle aussi son importance. Elle se répartit globalement en deux composantes :

- + L'ancienneté de l'entreprise a un effet positif sur l'évaluation subjective par le vendeur, ce que l'on peut interpréter comme la résultante de l'attachement émotionnel. Au sein des entreprises sondées, chaque année supplémentaire augmentait l'évaluation subjective de 26 558 francs.

- Lors de la vente de leur société, les entrepreneurs tentent d'obtenir compensation pour la charge émotionnelle investie dans le cadre de la direction de l'entreprise (insatisfaction).

Ces réflexions permettent de mieux apprécier le prix avancé par le vendeur lors des négociations. Par ailleurs, les chefs d'entreprise évaluent la valeur de leur affaire en moyenne environ au double de sa valeur de marché. Il est possible, grâce à ces observations, de faire une estimation proche du prix approximatif du vendeur.

Ainsi, les résultats de cette étude permettent de proposer un prix en meilleure adéquation avec la vision du vendeur. Dans le cadre de l'achat d'une entreprise, ces résultats permettent de tirer deux conclusions :

Il vaut mieux acheter une entreprise à des gens heureux puisqu'ils cèdent leur société à moindre coût que les vendeurs malheureux. La compensation de la valeur émotionnelle du vendeur ne doit pas toujours être pécuniaire. Au contraire, pour tenir compte du lien émotionnel entre le cédant ou le vendeur et son entreprise, il peut être utile de soumettre une proposition qui compense justement cet attachement et donc la valeur qui lui est prêtée. Cette proposition peut revêtir un aspect émotionnel ou plutôt symbolique.

La présente étude peut aider à poser un regard neuf sur la composante émotionnelle lors des transactions de M&A<sup>3</sup>: les émotions ne sont pas un effet secondaire gênant chez le vendeur. Elles se répercutent dans la valeur estimée par le vendeur et méritent souvent le versement de sommes importantes. ■

<sup>3</sup> M&A: *Mergers and Acquisitions*, fusions et acquisitions

# 9 Remarques finales

■ Ces résultats donnent un éclairage nouveau sur l'évaluation des entreprises du point de vue du vendeur et sous l'angle de la subjectivité. Les aspects émotionnels n'ont pas été étudiés à l'aide de méthodes psychologiques, mais de méthodes tirées de la microéconomie. Les extraits des entretiens avec les entrepreneurs permettent d'illustrer de manière concrète les explications parfois un peu abstraites de l'étude.

Les auteurs de cette étude sont convaincus que même la gestion d'entreprise devrait considérer la « valeur » comme un concept relatif dont les aspects émotionnels ne doivent pas être éludés.

Les recherches menées sur la signification et l'évaluation des émotions ne sont encore qu'à leurs balbutiements. Après la trilogie sur les « Entreprises familiales : risques, rentabilité, valeurs », qui se referme avec ce chapitre, une étude sur la valeur et l'équité devrait maintenant s'ouvrir dans le cadre d'un projet à long terme. ■



# 10 Bibliographie

- Cantor, R., Packer, F., (1995). Multiple ratings and credit standards : differences of opinion in the credit rating industry. Federal Reserve Bank of New York, Research Paper : 9527.
- Damodaran, A., (2005). [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Données au : 24 août 2005.
- Fama, E. F., French, K., (1992). Cross section of stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427–465.
- Frey, B. S., Stutzer, A., (2000). Happiness, Economics and Institutions. *The Economic Journal*, 110 (466), 918–938.
- Frey, U., Halter, F., Zellweger, T., (2003). Bedeutung und Struktur von Familienunternehmen in der Schweiz. Saint-Gall : Institut suisse des petites et moyennes entreprises de l'Université de Saint-Gall.
- Frey, U., Halter, F., Zellweger, T., (2005). Nachfolger gesucht – Empirische Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen für die Schweiz. Saint-Gall et Zurich : Centre pour Entreprises Familiales de l'Université de Saint-Gall et PricewaterhouseCoopers.
- Herbig, P., Milewicz, J., (1995). The relationship of reputation and credibility to brand success. *Journal of Consumer Marketing*, 12 (4), 5–10.
- Ibbotson, (1995). Ibbotson Associates, [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com).
- Khadjavi, K., (2003). Specifics of valuation in private, manager-owned companies – a CAPM approach, Working paper, Swiss Research Institute of Banking and Finance, Université de Saint-Gall.
- Klein, S., (2000). Family Businesses in Germany : Significance and Structure. *Family Business Review*, 13 (3), 157–173.
- NZZ, (2005). Neue Zürcher Zeitung, [www.nzz.ch](http://www.nzz.ch), Données au : 25 août 2005.
- Office fédéral de la statistique (2002). Résultats comptables des entreprises suisses, Neuchâtel : OFS.
- Office fédéral de la statistique (2005). Croissance du produit intérieur brut, source: [www.bfs.admin.ch](http://www.bfs.admin.ch). Données au : 31 août 2005.
- Pratt, S. P., Reilly, R. F., Schweihs, R. P. (1996). *Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 3rd edition, Chicago : Irwin.
- Sharma, P., Manikutty, S., (2005). Strategic divestments in family firms : role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), 293–311.
- Zellweger, T., Fueglistaller, U., (2005a). Finanzielles Risiko- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen (Politique de risque et d'investissement des entreprises familiales). Zurich : Ernst & Young.
- Zellweger, T., Fueglistaller, U., (2005b). Rentabilité et règles du jeu des entreprises familiales Zurich : Ernst & Young.
- Zellweger, T., (2006). Risk, Return and Value in the Family Firm. Thèse de l'Université de Saint-Gall.
- Zimmermann, H., (1996). Die moderne Finance, dans: Gehrig, B., Zimmermann, H. (eds.). *Fit for Finance*, 1–20. Zurich : Editions NZZ.

# 11 Annexe

## 11.1 Méthode de calcul de la valeur d'une entreprise

L'actualisation des flux de trésorerie indiqués par l'entrepreneur est passée par le calcul préalable du coût du capital. Ce coût du capital doit refléter le risque d'un investissement dans l'entreprise que l'on évalue (Pratt et al., 1996). Dans une entreprise non cotée, cela revient à prendre en compte les éléments suivants (Khadjavi, 2003) :

1. une prime de risque par rapport au taux sans risque ;
2. un ajustement par rapport à la taille de l'entreprise ;
3. un ou plusieurs coefficients qui viennent modifier la prime de risque, comme par exemple un bêta sectoriel (risque systématique) ;
4. un ajustement supplémentaire visant à tenir compte des éléments qui n'ont pas déjà été considérés aux points ci-dessus (risque spécifique).

La méthode de mesure du coût du capital ou du coût des capitaux propres couramment employée dans le cadre du MEDAF est la suivante :

$$\mu_k = i + \beta_k (\mu_m - i)$$

Formule 3

où :

$\mu_k$  : rendement escompté d'un placement k

$\beta_k$  : bêta, risque systématique du placement k non éliminable par diversification

$\mu_m$  : rendement escompté du portefeuille de marché

$i$  : taux sans risque

Examinons comment les risques spécifiques d'un investissement dans une entreprise non cotée sont pris en compte dans la formule 3.

La prime de risque par rapport au taux sans risque se traduit par  $\mu_m - i$  dans la formule 3. Si cette valeur atteint, dans le cas des actions cotées, entre 4 et 6% (Damodaran, 2005), elle tient compte des éléments suivants dans le cadre des entreprises non cotées :

Le fait que les actions de la société ne soient pas négociées sur le marché des capitaux entraîne un ajustement. Cette prime est estimée à 60% du taux à long terme du marché suisse des actions, qui s'élève à 8% (Khadjavi, 2003 ; Zimmermann, 1996). Par conséquent, le rendement de marché des entreprises non cotées se calcule avec une prime de 12,8% (8% + 4,8%). La prime de risque de marché ajustée est alors de 12,8% - 2,5% = 10,3%. Les 2,5% représentent le taux d'intérêt à long terme des emprunts d'Etat suisses (NZZ, 2005).

Par ailleurs, le coût du capital doit être ajusté d'un effet taille (Fama et French, 1992). Ibbotson Associates (1995, cités d'après Khadjavi, 2003) évaluent la prime de taille des entreprises de moyenne capitalisation (capitalisation boursière comprise entre 617 et 2 570 millions de dollars) à 1,3%, celles des petites capitalisations (entre 149 et 617 millions de dollars) à 2,1% et celle des microcapitalisations (capitalisation boursière inférieure à 50 millions de dollars) à 5,5%. Les primes de taille sont ajoutées à la prime de risque du marché d'ores et déjà modifiée par le bêta. Puisque toutes les entreprises de l'échantillon sont des microcapitalisations, nous avons intégré une prime de taille de 5,5%.

Un bêta sectoriel a ensuite été ajouté. Nous avons tenu compte par ailleurs des structures de capital propres à la taille et au secteur des entreprises ainsi que d'un avantage fiscal résultant du financement par endettement.

Le calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC, ou WACC en anglais) repose sur un modèle développé par Damodaran (2005) et qui tient compte des ajustements que nous avons évoqués.

$WACC = \frac{FK}{GK} (1-t)c_d + \frac{EK}{GK} [GP + i + \beta_k (\mu_m - i)]$		<b>Formule 4</b>
<b>où :</b>	<b>Explication :</b>	<b>Source :</b>
FK/GK	Ratio de financement par endettement	Office fédéral de la statistique, 2002. Cf. tableau 2 pour plus de détails.
EK/GK	Ratio de financement par fonds propres	Office fédéral de la statistique, 2002. Cf. tableau 2 pour plus de détails.
WACC	Coût moyen pondéré du capital	Calculé selon la formule précitée.
T	Taux d'imposition sur les sociétés	28 % pour les petites et moyennes entreprises.
$c_d$	Coût de la dette	= i + spread de base.
i	Taux sans risque	Taux d'intérêt à long terme des emprunts d'Etat suisses : 2,5 % (Source: NZZ, 2005).
Spread de base	Spread sur le taux sans risque	Propre à chaque secteur. Cf. tableau 2 pour plus de détails.
GP	Prime de taille	5,5 % pour les microcapitalisations (Source: Ibbotson, 1995).
$\beta_k$	Bêta	Mesure sectorielle du risque systématique qui ne peut être éliminé par la diversification (Source: indice Dow Jones Stoxx 600 Europe). Cf. tableau 2 pour plus de détails.
$\mu_m$	Rendement escompté du marché suisse des actions	Rendement à long terme du marché suisse des actions : 8 % (Source: Zimmermann, 1996). Plus prime du non coté : 4,8 % (Source: Khadjavi, 2003). Total : 12,8 %.

Faute de renseignements sur les rendements futurs des entreprises étudiées, nous avons pris le coût moyen pondéré du capital (WACC) comme taux d'actualisation. Comme taux de croissance g, nous avons pris le taux de croissance du PIB suisse de 0,88% (Office fédéral de la statistique, 2005). La valeur de l'entreprise (Entity value) se calcule comme suit :

$\text{Entity value} = \frac{\text{Cash flow}}{WACC - g}$		<b>Formule 5</b>
<b>où :</b>		
Cash flow :	flux de trésorerie	
Entity value :	valeur de l'entreprise (valeur de l'actif économique)	
WACC :	taux du coût moyen pondéré du capital	
g :	taux de croissance à long terme du PIB suisse : 0,88% (Source : Office fédéral de la statistique, 2005)	

Ce procédé présente certaines limites méthodologiques. Tout d'abord, les flux de trésorerie communiqués par les entrepreneurs eux-mêmes peuvent avoir été calculés de manière erronée. On peut par ailleurs se demander si les données des flux de trésorerie sont cohérentes avec la méthode d'évaluation et le calcul du coût moyen pondéré du capital. Ensuite, les ajustements visant

à tenir compte de la taille des entreprises et de l'absence de leurs actions à cote peuvent se recouper. Ainsi, la correction liée à la taille peut comprendre une correction pour illiquidité des actions, et vice-versa.

Pour leur part, les bêtas, les spreads employés pour le calcul du coût de la dette et les ratios de financement par fonds propres dépendent de chaque secteur et sont issus pour la plupart de sources suisses. Les renseignements complémentaires nécessaires ont été recueillis auprès de sources reconnues dans la théorie et la pratique de l'évaluation d'entreprises.

Les coûts du capital calculés d'après la formule 4 sont indiqués dans le tableau 2. Ils permettent de calculer une valeur de marché d'après la formule 5, dont on peut ensuite déduire la valeur émotionnelle :

$\text{Valeur totale} = \text{valeur de marché} + \text{valeur émotionnelle}$ <p>par conséquent</p> $\text{Valeur émotionnelle} = \text{valeur totale} - \text{valeur de marché}$
---

	A	B	C	D	E	F	
	Bêta sectoriel ajusté	EK/GK Ratio de financement par fonds propres	FK/GK Ratio de financement par endettement	Taux d'imposition	Taux d'intérêt à long terme des emprunts de la Confédération	Prime de risque de marché	
Source	Dow Jones STOXX 600 Europe	Office fédéral de la statistique, 2002	= 1 - ratio de financement par fonds propres	Administration fédérale des contributions	Source : www.nzz.ch	Rendement à long terme du marché suisse des actions: 8 % (Source : Zimmermann, 1996) + 4,8 % (60 % des 8 % ci-dessus) d'ajustement pour l'absence des actions des PME de la cote (Source : Khadjavi, 2003)	
1	Construction/immobilier	0,96	22 %	78 %	28 %	2,50 %	12,80 %
2	Métaux/machines	0,99	41 %	59 %	28 %	2,50 %	12,80 %
3	Textile	0,85	36 %	64 %	28 %	2,50 %	12,80 %
4	Chimie/pharma/plastiques	0,91	50 %	50 %	28 %	2,50 %	12,80 %
5	Alimentation/boissons	0,79	27 %	73 %	28 %	2,50 %	12,80 %
6	Horlogerie	1,05	61 %	39 %	28 %	2,50 %	12,80 %
7	Electronique/optique	1,26	52 %	48 %	28 %	2,50 %	12,80 %
8	Bois/papier/industrie graphique	1,15	33 %	67 %	28 %	2,50 %	12,80 %
9	Autres entreprises de production	0,99	36 %	64 %	28 %	2,50 %	12,80 %
10	Commerce de gros	0,94	23 %	77 %	28 %	2,50 %	12,80 %
11	Commerce de détail	0,89	30 %	70 %	28 %	2,50 %	12,80 %
12	Restaurants	0,95	23 %	77 %	28 %	2,50 %	12,80 %
13	Réparations	0,99	19 %	81 %	28 %	2,50 %	12,80 %
14	Conseil	1,04	22 %	78 %	28 %	2,50 %	12,80 %
15	Banque/assurance/services financiers	1,07	43 %	57 %	28 %	2,50 %	12,80 %
16	Fournisseurs d'énergie	0,72	22 %	78 %	28 %	2,50 %	12,80 %
17	Transports	0,92	45 %	55 %	28 %	2,50 %	12,80 %
18	Autres services	0,99	23 %	77 %	28 %	2,50 %	12,80 %

	G	H	I	J	K	L	M	
	Prime de taille	Coût du capital	Ecart type des actions	Coût de la dette	Coût moyen pondéré du capital (WACC)	Taux de croissance (g)	WACC - g	
Source	Pour les entreprises d'une capitalisation boursière de moins de 50 millions de francs suisses (Source : Ibbotson, 1995)	Calculé selon la formule 4	Damodaran (2005)	Sur la base de l'écart type du cours de l'action : J = E + spread de base selon le tableau ci-dessous	Incidence fiscale comprise	Taux de croissance à long terme des différents secteurs (Source : Credit Suisse, 2005)	Coût du capital corrigé du taux de croissance	
1	Construction/immobilier	5,50 %	17,90 %	130,00 %	8,22 %	8,55 %	-0,09 %	8,64 %
2	Métaux/machines	5,50 %	18,20 %	100,00 %	7,22 %	10,53 %	0,12 %	10,41 %
3	Textile	5,50 %	16,80 %	108,00 %	7,22 %	9,36 %	0,09 %	9,27 %
4	Chimie/pharma/plastiques	5,50 %	17,40 %	86,00 %	7,22 %	11,28 %	0,20 %	11,08 %
5	Alimentation/boissons	5,50 %	16,10 %	75,00 %	6,22 %	7,62 %	0,12 %	7,50 %
6	Horlogerie	5,50 %	18,80 %	180,00 %	9,22 %	14,07 %	0,18 %	13,89 %
7	Electronique/optique	5,50 %	21,00 %	150,00 %	8,72 %	13,93 %	0,18 %	13,75 %
8	Bois/papier/industrie graphique	5,50 %	19,80 %	120,00 %	7,72 %	10,27 %	0,10 %	10,17 %
9	Autres entreprises de production	5,50 %	18,20 %	82,00 %	7,22 %	9,88 %	0,15 %	9,73 %
10	Commerce de gros	5,50 %	17,70 %	92,00 %	7,22 %	8,07 %	0,20 %	7,87 %
11	Commerce de détail	5,50 %	17,20 %	92,00 %	7,22 %	8,79 %	-0,01 %	8,80 %
12	Restaurants	5,50 %	17,80 %	99,00 %	7,22 %	8,09 %	-0,07 %	8,16 %
13	Réparations	5,50 %	18,20 %	101,00 %	7,22 %	7,67 %	-0,01 %	7,68 %
14	Conseil	5,50 %	18,70 %	76,00 %	6,22 %	7,61 %	0,05 %	7,56 %
15	Banque/assurance/services financiers	5,50 %	19,00 %	72,00 %	6,22 %	10,73 %	0,19 %	10,54 %
16	Fournisseurs d'énergie	5,50 %	15,40 %	64,00 %	6,22 %	6,88 %	0,04 %	6,84 %
17	Transports	5,50 %	17,50 %	114,00 %	7,72 %	10,92 %	0,15 %	10,77 %
18	Autres services	5,50 %	18,20 %	122,00 %	7,72 %	8,47 %	0,05 %	8,42 %

Tableau de données du coût de la dette (sur la base de l'écart type des cours des actions)		
Ecart type		Spread de base
Limite inférieure	Limite supérieure	
0	0,3	3,25 %
0,5	0,8	3,75 %
0,8	1,1	4,75 %
1,1	1,3	5,25 %
1,3	1,5	5,75 %
1,5	1,8	6,25 %
1,8	10,0	6,75 %

Tableau 2: coûts du capital

Les ratios de financement par fonds propres et par endettement ont été établis sur la base des valeurs comptables, faute d'accès à des valeurs de marché.

### 11.2 Mesure de l'influence familiale

L'influence exercée par la famille est mesurée à partir des éléments suivants : fonds propres, direction et conseil d'administration. Pour qualifier une entreprise d'entreprise familiale, la somme de la part familiale dans la direction, les fonds propres et le conseil d'administration doit atteindre au moins 100% et la famille doit détenir au moins une fraction du capital (Klein, 2000). Exemples :

Exemple	Influence de la famille			Influence de la famille Total	Entreprise familiale oui/non
	Capital	Direction	Conseil d'administration		
1	50%	40%	30%	120%	Oui
2	0	50%	60%	110%	Non, car la famille ne détient pas de part de l'entreprise.
3	10%	50%	40%	100%	Oui, l'influence familiale est ici minimale, mais on est encore en présence d'une entreprise familiale.
4	100%	100%	100%	300%	Oui, l'influence familiale est dans ce cas maximale.

## **Edition**

### **Editeur**

Ernst & Young SA  
Peter Bühler, Partner  
Responsable Entrepreneur Markets  
Bleicherweg 21  
Case postale, 8022 Zurich  
peter.buehler@ch.ey.com  
www.ey.com/ch

### **Commandes/changements d'adresse**

Ernst & Young SA  
Sales & Marketing Services  
Case postale, 1213 Genève  
crm@ch.ey.com

### **Conception**

Schminke & Team SA, Zurich

### **Impression**

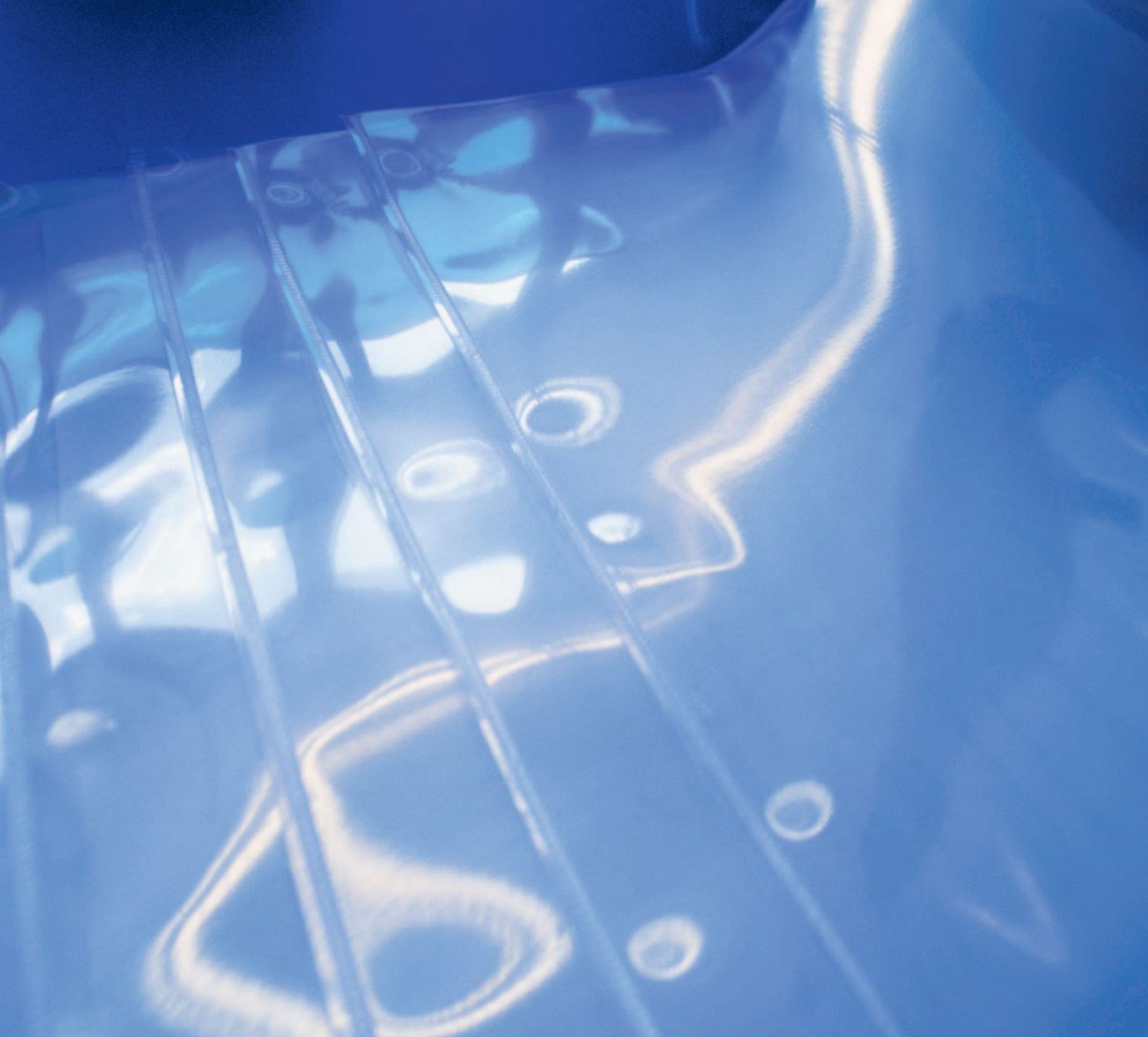
Sihldruck, Zurich

### **© Copyright**

Ernst & Young SA, 2006  
Toute reproduction, même partielle, est autorisée uniquement avec l'indication précise de la source. Prière d'envoyer un exemplaire justificatif à l'éditeur.

### **Remarque importante**

Les auteurs rejettent toute responsabilité quant aux décisions prises sur la base de cette étude et à leurs conséquences. De même, la présente étude ne saurait remplacer les conseils prodigués par des professionnels. Les opinions, assertions et interprétations qui y figurent n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent donc pas systématiquement le point de vue des entreprises auprès desquelles ces derniers sont employés.



ERNST & YOUNG SA

[www.ey.com/ch](http://www.ey.com/ch)

© 2006 Ernst & Young.  
All Rights Reserved.  
Ernst & Young is  
a registered trademark.

01-F-EY0013