

ACTUALITÉS / 22 Juillet 2018

Entreprises familiales et goodwill

par Aitor Galparsoro,
Lauréat du Prix de l'AFFO 2017



Dans ce contexte de dématérialisation des économies portés par la montée en puissance des GAFAs et des BATX, la notion du goodwill prend de plus en plus d'ampleur dans la littérature financière. Ce terme anglo-saxon fait référence à la survalueur d'une société. Ce surplus est liée à la rentabilité, présente ou future, générée par ses actifs immatériels tels que le capital humain, le capital client, le capital marque, le capital innovation... Souvent associé à la partie immergée et non visible d'un iceberg, le goodwill (ou badwill dans le cas inverse) se traduit par la différence positive entre le prix d'acquisition et la juste valeur d'une firme. En d'autres termes il s'agit, ni plus ni moins, de l'écart entre le prix qu'un investisseur serait prêt à payer pour acquérir des titres d'une société au vu de sa capacité à créer de la valeur et la valeur intrinsèque de son actif net.

Les entreprises familiales sont particulièrement concernées par cette notion de goodwill car elle représente une part non négligeable de leur valeur globale. De nombreuses études dont celle réalisée par le Crédit Suisse en 2015 montrent que les investisseurs seraient prêts à payer une prime supplémentaire pour acquérir des titres d'une société familiale. Ce surplus monétaire se justifie notamment par l'existence d'une vision à long terme des dirigeants ou actionnaires familiaux, par une stabilité financière plus solide mais également par un niveau d'endettement nettement moins important que leurs homologues non familiaux.

Cette survalueur est facilement observable pour les titres cotés. Les marchés boursiers étant organisés, surveillés, transparents et liquides, les investisseurs n'ont aucun mal à l'évaluer à travers des ratios tels que le Price to Book ou encore le Q de Tobin. Or, la grande majorité des entreprises familiales étant des TPE ou PME non cotées, chaque transaction reste unique. Face à cette disparité des prix, l'évaluation de leur goodwill se heurte à de nombreux obstacles d'ordre pratique.

1. Pourquoi la valeur d'une firme familiale ne peut pas être appréhendée de la même façon que celle d'une firme managériale ?

Les firmes familiales possèdent cette particularité de faire cohabiter deux univers avec des valeurs opposés mais qui sont interdépendants : la famille d'une part, qui fonctionne selon un mode émotionnel et l'entreprise d'autre part, qui fonctionne selon un mode rationnel. L'entreprise familiale peut être ainsi assimilée à un avion à deux réacteurs : si l'un des deux propulseurs cesse de fonctionner, l'appareil ne chutera pas brusquement, mais il ne pourra continuer son voyage bien longtemps.

De ce fait, et contrairement aux entreprises managériales, les objectifs poursuivis dans les firmes familiales ne sont pas tous d'origine monétaires. En effet, sans perdre de vue l'objet même de l'entreprise, c'est-à-dire le profit, les entreprises familiales veillent avant tout, à préserver la valeur socio-émotionnelle. Les membres de la famille ne sont donc pas obnubilés par la seule création de valeur actionnariale. Ils privilégient plutôt les aspects liés à la valeur affective qu'ils tirent de leur position dans l'entreprise. Ce concept de richesse socio-émotionnelle peut recouvrir les dimensions affectives telles que l'identification des membres de la famille à l'entreprise, la volonté de garder une influence et un contrôle sur la firme familiale, le maintien des valeurs familiales, le désir de perpétuer la dynastie...

La présence de la famille dans l'entreprise a donc une répercussion sur les orientations stratégiques et financières de la firme et par conséquent sur la valeur du goodwill également.

Cette notion de richesse socio-émotionnelle vient éclairer les raisons liées aux prises de décisions souvent

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://www.fusions-acquisitions.fr/article/actualites-42/entreprises-familiales-et-goodwill-3019>

considérées comme financièrement et économiquement non rationnelles. Ces facteurs psychosociologiques expliquent pourquoi les actionnaires familiaux s'identifient au travers des biens matériels ou immatériels qu'ils possèdent : « We are what we have ».

Cet attachement émotionnel est à l'origine de nombreux biais cognitifs, dont le plus connu reste l'endowment effect (l'aversion à la dépossession) mis en avant par le père fondateur de la théorie du Nudge et Prix Nobel d'économie, Richard Thaler. Les agents auraient, en effet, tendance à surévaluer un bien lorsque celui-ci leur appartient. Du fait de l'histoire, des relations, de la réputation, du pouvoir... des actionnaires familiaux, ce biais s'accroît davantage dans les entreprises familiales.

La valorisation du goodwill dans les entreprises familiales devient par conséquent une tâche nettement plus subjective qui ne doit en aucun cas se contenter des approches traditionnelles utilisées pour les entreprises managériales. Il doit nécessairement prendre en compte tous les aspects immatériels source de valeur pour la firme et la famille, qu'ils soient monétaires ou non monétaires, économiques ou émotionnelles, rationnels ou irrationnels.

2. Le poids des émotions dans le goodwill des entreprises familiales

Les entreprises familiales sont des arènes émotionnelles où tous les membres ont des attentes et des conduites différentes. Comme l'expliquent si bien Astrachan et Jaskiewicz (2008) ou encore Hirigoyen (2014), pour calculer la valeur émotionnelle qu'ils attribuent à leurs titres, chaque actionnaire fera implicitement une soustraction entre les gains émotionnels (la réputation, le pouvoir, l'autonomie, la continuité familiale...) et les coûts émotionnels (sacrifices personnels, épuisement, conflits travail/famille, stress, regret...) engendrés par l'entreprise familiale à leur égard.

En reprenant la terminologie de Jensen et Meckling (1976), pour les inside shareholders, c'est-à-dire pour les actionnaires de contrôle, la valeur émotionnelle aura tendance à être positive ou négative, tandis que pour les outside shareholders, elle tendra plutôt vers zéro.

Les entreprises familiales non cotées peuvent ainsi faire naître deux types de goodwill : un goodwill financier qui est directement lié à la rentabilité générée par les actifs immatériels de l'entreprise et qui reste inchangé d'un actionnaire à l'autre (il varie uniquement en fonction du pourcentage de détention des actions) ; un goodwill émotionnel qui est propre aux sentiments de chaque actionnaire et qui diffère donc d'un actionnaire à l'autre.

Ce dernier cas peut exister, lorsque l'actionnaire possède un affectio societatis et/ou familiae non négligeable. Mais il existe d'autres scénarios. La valeur émotionnelle peut être nulle, et dans ce cas de figure, la valeur des titres de l'actionnaire familial correspond à leur vraie valeur financière. Il peut également y avoir la présence d'un badwill émotionnel, car du fait des coûts émotionnels trop importants, l'actionnaire familial pourrait être prêt à vendre ses parts pour un prix inférieur à leur valeur financière. Même s'il s'agit d'un scénario rare et économiquement non rationnel, il reste toutefois imaginable. Il est enfin possible que l'actionnaire familial ne veuille vendre ses parts sous aucune circonstance. Le goodwill émotionnel est alors considéré comme infini, et sera donc impossible à quantifier car son évaluation perdra tout son sens. Aucune compensation financière ne pourra venir combler cette surévaluation émotionnelle. Le cas de l'entreprise familiale japonaise Hoshi Ryokan illustre parfaitement cette notion de goodwill émotionnel infini. Cette entreprise henokienne qui avait ouvert ses portes en 718, figure dans le Livre Guinness des Records comme étant la plus ancienne société en activité au monde. L'auberge est restée dans la famille Hoshi pendant 1300 ans, soit 46 générations. Pour Zengoro Hoshi, l'actuel dirigeant et propriétaire, il est impensable de vendre ses parts à une tierce personne. La continuité familiale prévaut très largement sur tout le reste.

3. Les conséquences du double goodwill des entreprises familiales

Le goodwill émotionnel met en évidence les raisons pour lesquels les actionnaires familiaux ne souhaitent pas vendre leurs parts à la valeur de marché. Au vu de cette divergence des attentes entre le vendeur et le potentiel acheteur, Zellweger et Astrachan (2008) ont fait émerger les notions de Willingness to Accept (WTA - Consentement à Recevoir) et de Willingness to Purchase (WTP - Consentement à Payer). Le premier correspond au prix minimal pour lequel un actionnaire familial serait prêt à vendre ses parts. Le second correspond au prix maximal qu'un potentiel acheteur serait prêt à déboursier pour acquérir ces mêmes titres.

De surcroît, le goodwill émotionnel équivaut tout simplement à la différence entre le WTA et le WTP. On remarque que le WTP correspond en fait, à la valeur financière des actions de l'entreprise. Ainsi, le WTA peut se traduire par la valeur globale des actions aux yeux d'un actionnaire familial, c'est à dire par la somme de cette valeur financière et de ce goodwill émotionnel.

La présence de ce double goodwill dans les entreprises familiales leur apporte un certain nombre d'avantages. L'engagement et la persévérance des actionnaires familiaux ayant un goodwill émotionnel important leur permet de faire face aux crises, contrairement à ceux qui possèdent une valeur émotionnelle nulle ou un badwill émotionnel et qui jettent l'éponge plus facilement. Ils sont également susceptibles de faire plus de concessions vis-à-vis de leur salaire afin d'assurer la survie de l'entreprise. Enfin, dans le cadre d'une vente, et pour éviter un niveau de regret trop élevé, les actionnaires familiaux auront tendance à négocier plus fermement et ainsi obtenir plus d'avantages financiers.

Néanmoins, si le poids de ce goodwill émotionnel est excessif, il peut également se retourner contre eux car il risque d'obstruer une vente et mener à un désaccord sur le prix de cession, laissant peut-être passer une opportunité.

Retrouvez cette article sur notre site internet à l'adresse:

<http://www.fusions-acquisitions.fr/article/actualites-42/entreprises-familiales-et-goodwill-3019>

Le poids du goodwill dans la valeur des entreprises familiales non cotées dépend donc fortement de leurs actifs immatériels spécifiques, des émotions liées aux actionnaires familiaux mais également et surtout, de la valeur stratégique perçue par un investisseur potentiel.

Bibliographie

Crédit Suisse Holt. (2015). The Family Business Model. Research Institute.

Astrachan, J.H. & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation. *Family Business Review*, 21 (2), 139-149.

Hirigoyen, G. (2014). Valeur et Evaluation des Entreprises Familiales. *Revue Française de Gestion*, 242 (5), 119-134.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-306.

Zellweger, T., & Astrachan, J. (2008). On the Emotional Value of Owning a Firm. *Family Business Review*, 21 (348-363).