

Verslagboek Notarieel Congres 2013

ARBEID EN RELATIE

Rapports Congrès Notarial 2013

TRAVAIL ET RELATION

Editor:

Wetenschappelijk comité Notarieel Congres 2013
Comité scientifique Congrès Notarial 2013

Auteurs:

Frank Buysens
Philippe De Page
Johan Du Mongh
Hugues Fronville
Yves-Henri Leleu
Vicky Lyssens-Danneboom
Virginie Meunier
Anneleen Michiels
Dimitri Mortelmans
Alexandre Steel
Yves Stevens
Nan Torfs
Ellen Van Grunderbeek
Wim Voordeckers



larcier

L'évaluation du travail non rémunéré et son impact sur la valeur de l'entreprise

Hugues Fronville, Alexandre Strel et Virginie Meunier¹

¹ BDO Corporate Finance.

Introduction

L'entraide est très répandue dans les petites entreprises, le plus souvent familiales. Qu'il s'agisse d'une aide ponctuelle ou répétée, il est fréquent qu'un dirigeant recoure aux membres de sa famille (le plus fréquemment son enfant ou son conjoint) ou à ses amis pour des prestations de travail gratuites. Celles-ci peuvent être effectuées pendant la phase de création de l'entreprise et sont alors souvent justifiées par les moyens financiers limités de la société naissante. Cependant, l'entraide peut aussi se rencontrer dans des sociétés plus matures.

Dans certains contextes tels qu'un divorce ou une succession par exemple, il peut s'avérer nécessaire d'estimer la valeur de ce travail non rémunéré, et de calculer son impact sur la valeur de l'entreprise qui y a recours.

Cette publication, qui traite de ces sujets, est scindée en 3 chapitres.

Le premier met en lumière les raisons qui peuvent inciter un dirigeant à avoir recours à l'entraide au sein de son entreprise, et celles qui, à l'inverse, peuvent l'encourager à rémunérer son travailleur.

Le second chapitre permet de comprendre comment déterminer la valeur d'un travail non rémunéré, en répondant aux questions suivantes: Quels sont les critères impactant la rémunération? Comment déterminer le coût salarial global épargné par l'entreprise qui recourt à l'entraide? Comment intégrer l'aspect 'temps' (inflation) dans la valeur du travail effectué gratuitement? Par ailleurs, un cas pratique est présenté au lecteur afin d'illustrer nos propos.

Enfin, le troisième chapitre traite du lien entre le travail non rémunéré et la valeur de l'entreprise. Pour ce faire, nous rappelons tout d'abord les principes et méthodes d'évaluation d'entreprises, et présentons ensuite les éléments d'attention relatifs au travail gratuit: son impact sur la valeur de l'entreprise ainsi que les retraitements à effectuer sur les résultats historiques et prévisionnels dans tout travail d'évaluation.

Par ailleurs, les risques éventuels auxquels est confrontée la société qui recourt à l'entraide ne doivent pas être sous-estimés; dès lors qu'ils peuvent impacter la valeur de l'entreprise, ce sujet est traité sommairement dans ce troisième et dernier chapitre.

S'agissant de déterminer l'impact du travail gratuit sur la valeur de l'entreprise, nous n'abordons pas dans la présente publication le cas du conjoint-aidant, qui s'applique uniquement aux contribuables personnes physiques et non aux dirigeants d'entreprises.

CHAPITRE I

Le choix du travail non rémunéré

Le choix de ne pas rémunérer les prestations d'un travailleur peut être motivé par des raisons financières évidentes: manque de rentabilité et/ou de liquidités dans l'entreprise, ou tout simplement souhait d'améliorer les résultats et la trésorerie. Ajoutons à cela le souhait d'éviter les formalités administratives parfois lourdes inhérentes à tout contrat de travail.

Toutefois, s'il est fréquent pour le dirigeant d'une petite ou moyenne entreprise de faire appel à des membres de sa famille pour le seconder dans son travail, les liens de parenté ne sont pas, pour autant, incompatibles avec l'existence d'un contrat de travail.

La rétribution salariale des membres de la famille qui travaillent dans l'entreprise présente également certains avantages. Elle constitue tout d'abord une excellente façon de reconnaître les efforts des travailleurs, de leur donner un sentiment de participation et d'officialiser leur rôle au sein de l'entreprise familiale. Il en résulte généralement une meilleure qualité du travail réalisé. En outre, l'intérêt des membres de la famille pour le succès de l'entreprise peut s'accroître par suite de la reconnaissance financière de leur apport. Les jeunes adultes peuvent ainsi épargner pour leurs études, acheter une maison ou encore acquérir une participation dans l'entreprise. Cette pratique permet aussi parfois aux familles d'augmenter leur revenu après impôt. En effet, le fait de rémunérer les membres de la famille soumis à un taux d'imposition marginal inférieur à celui du propriétaire de l'entreprise peut alléger le fardeau fiscal de la famille considérée dans son ensemble. Enfin, les salaires versés aux enfants et/ou au conjoint pour le travail presté constituent une dépense déductible du revenu imposable de l'entreprise. Le versement périodique de salaires aux membres de la famille peut dès lors remplacer les mesures prises en fin d'exercice pour réduire le montant d'impôt à payer.

CHAPITRE II

L'évaluation du travail non rémunéré

Ce deuxième chapitre répond aux différentes questions qui peuvent se poser dès lors qu'une valeur doit être déterminée pour un travail non rémunéré.

A côté des barè
plusieurs guides
utiles pour déte
issues de diverse
sonnel (pour les
vernement fédér

Ce type de publ
salariales, des a
recrutement. Il
tion brute inc

l'employeur:

- critères lié
- exercée, n
- critères lié
- etc.

Il est à noter q
montants maxi
l'emploi.

Le salaire brut
l'estimation d'
tels que chèque
déplacement, é
nus une comp
tenir compte.

Enfin, il convi
que sur le titre
cas d'un dirige
de nature adm

² Citons à titre
le Guide des s
d'OfficeTeam

SECTION 1

Les différents barèmes

A côté des barèmes légaux qui peuvent évidemment servir de référence, il existe plusieurs guides sectoriels², mis à jour régulièrement, qui peuvent également être utiles pour déterminer la valeur du travail accompli. Les données publiées sont issues de diverses sources, telles que des enquêtes salariales, des placements de personnel (pour les sociétés d'intérim), des données et statistiques fournies par le Gouvernement fédéral, des études menées auprès de directeurs de sociétés, etc.

Ce type de publication présente l'avantage d'offrir un aperçu complet des échelles salariales, des avantages extralégaux ainsi que des tendances sur le marché du recrutement. Il permet ainsi de déterminer aisément une fourchette de rémunération brute indicative selon plusieurs critères liés tant au travailleur qu'à l'employeur:

- critères liés au travailleur: statut (ouvrier, employé, fonctionnaire), fonction exercée, niveau de responsabilités, expérience, région de l'emploi, etc. ;
- critères liés à l'employeur: nationalité, nombre d'employés, secteur d'activité, etc.

Il est à noter que ces salaires indicatifs sont généralement considérés comme des montants maximums auxquels peuvent prétendre les travailleurs sur le marché de l'emploi.

Le salaire brut n'est toutefois pas le seul élément à prendre en considération dans l'estimation d'un package salarial de référence. En effet, les avantages extralégaux tels que chèques-repas, téléphone mobile, ordinateur portable, indemnités de déplacement, etc. gagnent en popularité dans le monde professionnel et sont devenus une composante inhérente au package salarial. Il est donc indispensable d'en tenir compte.

Enfin, il convient de se baser davantage sur la fonction exercée par le travailleur que sur le titre du diplôme obtenu par ce dernier. Nous songeons par exemple au cas d'un dirigeant d'entreprise dont l'épouse, médecin, effectuerait des prestations de nature administrative au sein de l'entreprise familiale.

² Citons à titre d'exemples le Compas des salaires de Références (disponible sur le site www.references.be), le Guide des Salaires de Robert Half dans le secteur de la finance et de la comptabilité ou encore celui d'OfficeTeam pour les fonctions administratives.

Le tableau ci-dessous indique quelques exemples de fourchettes salariales issues de barèmes sectoriels récents.

Fonction	Expérience	Région	Salaire mensuel brut indicatif
Réceptionniste	>5 ans	Liège	2.050 – 2.850 EUR
Comptable	3-5 ans	Bruxelles	2.650 – 3.580 EUR
Assistant(e) commercial(e)	0-2 ans	Anvers	2.000 – 2.300 EUR
Ouvrier (secteur construction)	15 ans	Namur	2.020 EUR

SECTION 2

Le coût salarial épargné par l'entreprise

Afin de déterminer le montant que l'entreprise a été dispensée de verser tant à son travailleur qu'à la sécurité sociale, il conviendrait d'effectuer un calcul précis incluant le pécule de vacances, le treizième mois, les cotisations sociales patronales, etc. à charge de l'entreprise.

A titre d'exemple, effectuons le calcul pour un salaire mensuel brut de 3.580 EUR.

Salaire mensuel brut (x 12 mois)	42.960
Treizième mois	3.580
Sous-total (1)	46.540
Cotisations patronales (hypothèse: 35%)	x1.35
Sous-total (2)	62.829
Double pécule de vacances (salaire mensuel brut x 0,92) (3)	3.294
Avantages extralégaux (hypothèse: 5.000 EUR) (4)	5.000
Total (2) + (3) + (4)	71.123

Lorsque les informations sont manquantes à ce sujet, il est fréquent de multiplier par 20 la rémunération mensuelle brute du travailleur. Le montant obtenu (soit $3.580 \text{ EUR} \times 20 = 71.600 \text{ EUR}$ dans notre exemple) est supposé correspondre globalement au coût annuel supporté par la société, intégration faite d'un forfait pour le coût des avantages extralégaux.

SECTION 3

L'aspect 'temps'

Sur base de ce qui a été expliqué dans la section précédente, il est tentant d'en déduire que la valeur du travail presté et non rémunéré correspond au coût salarial annuel global épargné par l'entreprise, multiplié par le nombre d'années de travail. C'est sans compter le facteur 'temps'.

De fait, par l'exemple), une valeur de 4.7 notions de va ne sont pas t rémunération de capitalisa riques, facile

Ce mode de propres à ch l'expérience, jours aisé de

En pratique, nération bru la durée de la rémunéra calculs de ca

Remarquon paramètres le cas notari teur d'activ de quelques

Tant l'éval prise sont t

Les hypoth tes: Mons active dan Dubois, à administrat rémunérée

Dans un c par Mada

res salariales issues de

ire mensuel brut indicatif
2.050 – 2.850 EUR
2.650 – 3.580 EUR
2.000 – 2.300 EUR
2.020 EUR

rise

e de verser tant à son
uer un calcul précis
s sociales patronales,

brut de 3.580 EUR.

42.960
3.580
46.540
x1.35
62.829
3.294
5.000
71.123

quent de multiplier
ontant obtenu (soit
é correspondre glo-
te d'un forfait pour

il est tentant d'en
nd au coût salarial
années de travail.

De fait, par l'effet de l'inflation (que l'on suppose égale à 2% par an dans notre exemple), une rémunération mensuelle brute de 3.000 EUR perçue en 1990 a une valeur de 4.730 EUR en 2013, soit $3.000 \times (1 + 2\%)^{23}$. Nous entrons ici dans les notions de valeur nominale (euros courants) et valeur réelle (euros constants) qui ne sont pas traitées dans cette publication. Il convient, dès lors, de capitaliser les rémunérations historiques afin de prendre en considération ce paramètre. Le taux de capitalisation à utiliser peut être déterminé sur base des taux d'inflation historiques, facilement disponibles sur Internet par exemple.

Ce mode de calcul implique néanmoins de connaître les rémunérations historiques propres à chaque année (et tenant compte, à nouveau, des autres critères que sont l'expérience, le niveau de responsabilités, la région, etc.). Il n'est, hélas, pas toujours aisé de disposer de ce type d'informations.

En pratique, le calcul peut se faire de manière plus simple, en multipliant la rémunération brute indicative considérée pour l'année en cours (2013 par exemple) par la durée de travail. L'on considère ainsi que le paramètre 'temps' est intégré dans la rémunération actuelle de référence; il n'est dès lors plus nécessaire d'effectuer les calculs de capitalisation.

Remarquons toutefois que la rémunération actuelle de référence peut englober des paramètres autres que cet aspect 'temps', ce qui pourrait fausser les calculs. C'est le cas notamment lorsqu'une pénurie de main d'œuvre est constatée dans un secteur d'activité spécifique, ce qui engendre une hausse des rémunérations en l'espace de quelques années.

SECTION 4 Cas pratique

Tant l'évaluation du travail non rémunéré que son impact sur la valeur de l'entreprise sont illustrés au départ d'un cas pratique.

Les hypothèses, parfois simplificatrices pour des raisons de clarté, sont les suivantes: Monsieur Dubois est dirigeant de FoodCo, entreprise familiale bruxelloise active dans le secteur alimentaire et occupant une dizaine de travailleurs. Madame Dubois, âgée de 45 ans, ancienne avocate, exerce depuis 5 ans des prestations administratives et comptables au sein de l'entreprise familiale. Elle n'a jamais été rémunérée pour ses prestations au sein de FoodCo.

Dans un contexte de divorce, il convient de déterminer la valeur du travail réalisé par Madame Dubois.

Sur base du tableau affiché précédemment (fonction de comptable exercée à Bruxelles pendant 3 à 5 ans), nous considérons une rémunération mensuelle brute de 3.580 EUR. La valeur haute de la fourchette est retenue, étant entendu que Madame Dubois a exercé ce travail durant 5 ans. En l'absence d'informations nous permettant d'effectuer un calcul précis, nous retenons dès lors un montant global (arrondi) de 360.000 EUR pour les 5 ans de service de Madame Dubois (soit $3.580 \times 20 \times 5$).

Par ailleurs, il nous semble important de préciser que ce montant ne correspond en rien à une quelconque indemnité nette qui serait due à Madame Dubois en contrepartie des rémunérations non perçues. Une telle indemnité devrait tenir compte des cotisations sociales à charge du travailleur, d'intérêts de retard éventuels, etc.

CHAPITRE III

Le travail non rémunéré et la valeur de l'entreprise

Après avoir abordé la problématique de la valeur du travail non rémunéré, il convient dès à présent d'analyser ses impacts sur la valeur de l'entreprise, après un rappel des principes et méthodes d'évaluation des entreprises.

SECTION 1

Les principes et méthodes d'évaluation d'entreprises

L'évaluation d'entreprises suscite invariablement certaines questions. Existe-t-il une seule valeur, universellement reconnue? Quelle est la différence entre valeur et prix? Quelles sont les méthodes traditionnellement appliquées pour évaluer une entreprise? Autant de questions auxquelles nous allons successivement tenter de répondre au travers de cette section.

Tout d'abord, valeur et prix sont deux notions fondamentalement différentes.

La valeur des parts d'une entreprise est une estimation du prix de ces parts sur base de ce qu'un acheteur potentiel avisé, prêt mais pas contraint à acheter, accepterait de payer à un vendeur, prêt mais pas contraint à vendre, dans un contexte où tous deux disposent de la même information sur le fonctionnement opérationnel et financier de l'entreprise. En pratique, la valeur d'une société est déterminée, de la manière la plus objective possible, au départ de diverses formules mathématiques et financières, qui font intervenir plusieurs données internes et externes à l'entreprise.

Contrairement à la va
Résultant d'une négoc
transaction, il dépend
sa détermination. Ain
ciation des parties, leu
lité ou non d'acquereu
être modélisés dans les
d'une entreprise s'écar
prise a autant de prix
tion des avantages att
et de ses objectifs qua

En outre, il convient
luation, plus ou moins
qu'au contexte de l'é
illusoire de parler de
être intéressant de pré
de valeurs, laquelle p
acheteur et vendeur.
déterminé, en fonction
mètres de marché que
temps.

La valeur de tout act
trois approches unive

- l'approche par l
- l'approche par l
- l'approche par l

Chacune de ces appr

Cette approche pose
son détenteur. En m
ment utilisée, et rép
corrigé, qui postule
net (c'est-à-dire la va
apparaît au travers
values non exprimée
essentiellement des r

Contrairement à la valeur, le prix n'est jamais une qualité intrinsèque d'un objet. Résultant d'une négociation entre un acheteur et un vendeur à l'occasion d'une transaction, il dépend toujours des circonstances et des personnes qui président à sa détermination. Ainsi, le prix sera notamment influencé par la qualité de négociation des parties, leur motivation, l'urgence de la transaction ou encore la pluralité ou non d'acquéreurs. Ces divers paramètres, davantage subjectifs, ne peuvent être modélisés dans les outils d'évaluation et il n'est dès lors pas rare de voir le prix d'une entreprise s'écarter de plus ou moins 20% de sa valeur. En réalité, une entreprise a autant de prix que d'acheteurs potentiels, chacun se positionnant en fonction des avantages attendus de la prise de contrôle, de sa philosophie en la matière et de ses objectifs quant au délai de retour sur investissement.

En outre, il convient de remarquer qu'il existe une multitude de méthodes d'évaluation, plus ou moins adaptées à la nature et à la taille de la société à évaluer ainsi qu'au contexte de l'évaluation. Cette multiplicité de méthodes explique qu'il est illusoire de parler de 'vraie' valeur, universellement reconnue. A cet égard, il peut être intéressant de présenter les résultats d'une évaluation sous forme de fourchette de valeurs, laquelle peut par ailleurs servir de cadre de négociation indicatif pour acheteur et vendeur. La valeur n'est enfin une référence valable qu'à un instant déterminé, en fonction des données disponibles à cet instant, puisque tant les paramètres de marché que les hypothèses sous-tendant les calculs sont variables dans le temps.

La valeur de tout actif, corporel ou incorporel, peut être déterminée au départ de trois approches universelles:

- l'approche par le coût;
- l'approche par le rendement;
- l'approche par le marché.

Chacune de ces approches recouvre une multitude de méthodes.

§ 1. *L'approche par le coût*

Cette approche pose le principe qu'un bien ne vaut pas plus que ce qu'il a coûté à son détenteur. En matière d'évaluation d'entreprises, la méthode la plus couramment utilisée, et répondant à cette approche, est la méthode dite de l'actif net corrigé, qui postule que la valeur de l'entreprise correspond à la valeur de son actif net (c'est-à-dire la valeur des actifs diminuée des provisions et dettes), telle qu'elle apparaît au travers des comptes, corrigée des éventuelles plus-values et moins-values non exprimées dans ces mêmes comptes. Les plus-values latentes résultent essentiellement des règles d'évaluation utilisées qui peuvent ne pas correspondre à

l'évaluation économique des biens. C'est le cas notamment lorsque les taux d'amortissement répondent à une préoccupation plus fiscale qu'économique.

Plus précisément, la correction de l'actif net comptable implique de considérer à tout le moins les ajustements suivants:

- éléments d'actif: plus-values sur immobilisations (in)corporelles, réductions de valeur sur clients, ajustement de la valeur des stocks sur base de leur méthode d'évaluation, réévaluation des participations financières, annulation des frais d'établissement et de recherche et développement sur produits existants, etc.;
- éléments du passif: provisions à caractère de réserves, dettes sociales etc.;
- avoirs hors bilan (notamment matériel et outillage pris en charges) et pertes fiscales récupérables.

Si cette méthode présente l'avantage de la simplicité, il convient de garder à l'esprit qu'appliquée à des sociétés rentables, elle ne peut qu'aboutir à des valeurs insatisfaisantes et 'incomplètes' car le caractère comptable, purement bilanciel, de cette approche ne rend compte que d'une facette statique de l'entreprise et ne prend nullement en considération sa capacité bénéficiaire, ce qui constitue un inconvénient majeur du point de vue des investisseurs.

§ 2. L'approche par le rendement

La deuxième approche, basée sur le rendement, procède du fait fondamental que la valeur d'un bien est égale à la somme actualisée des revenus qu'il générera pour son acquéreur. Sur base de ce principe, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie, à disposition de l'actionnaire, actualisés à la date de l'évaluation.

Le cash-flow à utiliser équivaut au résultat net, majoré des amortissements, et corrigé (i) de la variation de l'endettement financier, (ii) de la variation du besoin en fonds de roulement et (iii) du montant des investissements nécessaires au maintien ou au développement de l'activité. Quant au taux d'actualisation, il est censé représenter le rendement qu'un investisseur est en droit d'exiger, compte tenu du risque que comporte son investissement. Ce taux est appelé le 'coût des fonds propres'.

Une variante de cette méthode consiste à actualiser des flux de trésorerie, avant remboursement des dettes financières et charges d'intérêt, destinés tant aux actionnaires qu'aux banquiers, à un taux reflétant le rendement moyen exigé par les deux types d'investisseurs (capital et dette), compte tenu de leur contribution respective dans les sources de financement de l'entreprise. Ce taux, appelé le 'Coût Moyen Pondéré du Capital', est mieux connu sous son abréviation anglo-saxonne WACC

(pour 'Weighted
de inclut dès lon
cher afin d'abo

Ces deux méth
'Equity' (DCF)
taux sont rapp

Méthode
Cash-flows
Rémunération
Taux d'actualisation
Valorisation

Sur le plan écon
des 'DCF' se ré
perspectives fut
plan de la mise
liées, d'une par
recherche de p
d'actualisation

La méthode DC
en ce qu'elle re
prise, indépend
Elle est à ce titr
cette distinction

Selon l'approc
s'évalue par ré
des biens simil
essentiellement

Une première
récentes interv
méthode résid
tant pour des

(pour 'Weighted Average Cost of Capital'). La valeur actualisée selon cette méthode inclut dès lors la valeur des dettes financières, qu'il convient ensuite de retrancher afin d'aboutir à la valeur économique des fonds propres de l'entreprise.

Ces deux méthodes sont respectivement appelées 'Discounted Cash-flow to Equity' (DCFE) et 'Discounted Cash-flow to the Firm' (DCFF) et leurs fondamentaux sont rappelés dans le tableau suivant.

Méthode	DCFE	DCFF
Cash-flows	Cash-flows après intérêts et remboursement des dettes financières	Cash-flows avant intérêts et remboursement des dettes financières
Rémunération	Actionnaires	Actionnaires et banquiers
Taux d'actualisation	Coût des fonds propres	Coût moyen pondéré du capital (WACC)
Valorisation	Valeur économique des fonds propres (ou 'equity')	Valeur économique d'entreprise ('enterprise value' ou EV) = fonds propres + endettement financier

Sur le plan économique, et dans un contexte de continuité des activités, ces méthodes 'DCF' se révèlent les plus pertinentes dans la mesure où elles considèrent les perspectives futures de l'entreprise ainsi que les risques et incertitudes y liés. Sur le plan de la mise en œuvre technique, elles présentent par contre certaines difficultés liées, d'une part, à l'établissement de prévisions financières et, d'autre part, à la recherche de paramètres financiers relativement complexes (tels que le taux d'actualisation ou la valeur terminale).

La méthode DCFF a une valeur informative plus importante que la méthode DCFE en ce qu'elle renseigne dans un premier temps la valeur 'opérationnelle' de l'entreprise, indépendamment (dans une certaine mesure) de ses sources de financement. Elle est à ce titre largement plus utilisée (à l'exception des banques et assurances où cette distinction entre activités opérationnelles et financières est dénuée de sens).

§ 3. L'approche par le marché

Selon l'approche par le marché, parfois appelée 'approche comparative', un bien s'évalue par référence aux prix auxquels se sont échangés, si possible récemment, des biens similaires. En matière d'évaluation d'entreprises, cette approche englobe essentiellement deux méthodes.

Une première méthode consiste à établir des comparaisons avec des transactions récentes intervenues sur le marché des fusions et acquisitions. La difficulté de cette méthode réside dans le caractère opaque du marché de la transmission; en effet, tant pour des raisons fiscales qu'à cause de l'effet de démonstration ('pour vivre

heureux, vivons cachés'), le montant des transactions est le plus souvent gardé confidentiel.

La seconde méthode, largement plus courante, s'appuie sur les valeurs des sociétés cotées en bourse et actives dans le même secteur. De ces observations sont ensuite dérivés des ratios ou multiples, comparant la valeur de ces entreprises à certains de leurs paramètres financiers. Cela permet de déduire par exemple que, dans le secteur des technologies de l'information, les sociétés cotées s'échangent actuellement à environ 15,5 fois leur résultat net. Ces multiples sont ensuite appliqués aux agrégats financiers de la société à évaluer.

Concrètement, les étapes de mise en œuvre de ces méthodes, dites 'des multiples', sont les suivantes:

1. recherche d'un ensemble de sociétés comparables à la société évaluée (constituant ce qu'on appelle le 'peer group');
2. choix du/des multiple(s);
3. application du/des multiple(s) à la société à évaluer (après retraitement éventuel de ses données financières);
4. application d'une décote d'illiquidité.

Cette dernière étape capitale consiste à corriger les différences, en termes de négociabilité des titres, entre les sociétés cotées prises en référence et la société à évaluer considérée ici non cotée sur un marché organisé. Un investisseur rationnel sera en effet prêt à payer davantage pour un actif liquide (en l'espèce pour une action cotée en bourse) que pour un actif moins liquide. Cette décote se justifie par ailleurs par la quantité et la qualité des informations disponibles sur les sociétés cotées, réduisant de ce fait le phénomène d'asymétrie de l'information entre émetteur et investisseur.

Les multiples les plus fréquemment rencontrés sont présentés dans le tableau suivant, en regard des agrégats financiers auxquels ils s'appliquent:

P/E	Résultat net
P/CF	Cash-flow
P/BV	Fonds propres comptables
EV/S	Chiffre d'affaires
EV/EBIT	Résultat d'exploitation (EBIT)
EV/EBITDA	Cash-flow d'exploitation (EBITDA)

A l'instar des méthodes DCFE et DCFF au sein de l'approche par le rendement, certains multiples permettent de calculer directement la valeur des fonds propres d'une entreprise (à savoir les multiples P/x) tandis que d'autres aboutissent à une valeur d'entreprise (multiples EV/x).

La méthode
trois, présent
pale résidan
ailleurs de re

L'impac

Reprenons r
en évidence
rémunérées
rence de l'in
Madame Du
taux d'impo
trésorerie su
affichée par
retiendrons

Or, la tréso
(soit direct
prise, soit p
aboutissant

Dès lors, la
rer que la s
estimée des
affichée si l

Toutes aut
qu'en l'abs
l'entreprise
tion faite d
ples, ceci n
souci de cl

Indépenda
rémunérat
recours à l

La méthode des multiples, fondée en quelque sorte sur la règle mathématique de trois, présente l'avantage d'une grande simplicité d'utilisation, la difficulté principale résidant dans la recherche de sociétés comparables. Cette méthode permet par ailleurs de refléter au mieux les perceptions du marché.

SECTION 2

L'impact du travail non rémunéré sur la valeur de l'entreprise

Reprenons notre cas pratique de l'entreprise FoodCo. Le deuxième chapitre a mis en évidence le fait que FoodCo a 'épargné' 360.000 EUR grâce aux prestations non rémunérées de Madame Dubois. Ce montant doit toutefois être réduit à concurrence de l'impôt qui aurait été économisé si une rémunération avait été versée à Madame Dubois (la rémunération étant fiscalement déductible). En considérant un taux d'imposition de 34%, FoodCo dispose donc, à la date d'évaluation, d'une trésorerie supérieure de 237.600 EUR (soit $360.000 \times (1 - 34\%)$) à la trésorerie affichée par l'entreprise si le travail de Madame Dubois avait été rémunéré. Nous retiendrons un montant de 238.000 EUR, par souci de simplification.

Or, la trésorerie est un élément influençant à la hausse la valeur d'une entreprise (soit directement, dans les méthodes permettant d'aboutir à une valeur d'entreprise, soit par l'intermédiaire des produits financiers y relatifs dans les méthodes aboutissant directement à la valeur des fonds propres).

Dès lors, la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation revient à considérer que la société FoodCo présente, à la date d'évaluation, une valeur de marché estimée des fonds propres supérieure de 238.000 EUR à la valeur qu'elle aurait affichée si Madame Dubois avait été rémunérée.

Toutes autres choses étant égales par ailleurs, nous pouvons donc en conclure qu'en l'absence de rémunérations payées pour un travail déterminé, la valeur de l'entreprise augmente à concurrence de la valeur de ce travail non rémunéré, déduction faite de l'impact fiscal. Il convient de préciser que dans la méthode des multiples, ceci n'est vrai que si aucune décote (d'illiquidité ou autre) n'est appliquée. Par souci de clarté, c'est l'hypothèse que nous retenons pour notre cas pratique.

Indépendamment de cette augmentation de valeur liée au non-paiement d'une rémunération, attardons-nous maintenant sur la valeur de cette entreprise qui a recours à l'entraide familiale.

SECTION 3

Le retraitement des résultats

L'absence de rémunérations a pour effet d'augmenter les résultats de l'entreprise. Comment intégrer cet élément dans un travail d'évaluation?

S'agissant de l'approche par le marché (consistant, pour rappel, à évaluer une entreprise par référence aux prix auxquels s'échangent des entreprises similaires), il est nécessaire de retraiter les résultats historiques sur base des éléments non économiquement justifiés ou exceptionnels. Ces éléments peuvent avoir trait aux rémunérations, aux loyers, etc. En l'espèce, les frais de personnel doivent faire l'objet de retraitements; les résultats historiques doivent être corrigés à la baisse à concurrence du montant des rémunérations non payées (déduction faite de l'impact fiscal pour la correction du résultat net).

Dans le cadre de l'approche par le rendement, il conviendra d'intégrer ces rémunérations dans le plan financier prévisionnel afin d'évaluer l'entreprise sur base de sa rentabilité économique, et ce, même si elle n'envisage pas de rémunérer le travailleur à l'avenir.

Revenons à notre exemple de FoodCo. Les résultats historiques et prévisionnels de l'entreprise (sans paiement d'une rémunération) se présentent comme suit (l'évaluation ayant lieu à la date du 31/12 de l'année N):

	N	N+1	N+2
Chiffre d'affaires	2.000.000	2.100.000	2.150.000
Achats	-900.000	-945.000	-965.000
Frais généraux	-300.000	-312.000	-325.000
Frais de personnel	-450.000	-468.000	-485.000
Amortissements	-100.000	-95.000	-90.000
Résultat d'exploitation (EBIT)	250.000	280.000	285.000
Résultat financier	-20.000	-23.000	-25.000
Impôts	-78.000	-87.000	-88.000
Résultat net non corrigé	152.000	170.000	172.000
Flux de trésorerie non corrigé	252.000	265.000	262.000

Comme il a été expliqué précédemment, FoodCo a épargné environ 72.000 EUR par an (soit 3.580 EUR × 20) grâce au travail presté gratuitement par Madame Dubois. Il convient dès lors d'intégrer ce montant (indexé de 2% par an et arrondi)

aux résultats historiques et prévisionnels de FoodCo et d'appliquer les méthodes d'évaluation à ces résultats retraités:

	N	N+1	N+2
Résultat net (non corrigé)	152.000	170.000	172.000
Flux de trésorerie (non corrigé)	252.000	265.000	262.000
Rémunération de Madame Dubois	-72.000	-73.500	-75.000
Impact fiscal sur la rémunération de Mme Dubois	24.500	25.000	25.500
Correction nette	-47.500	-48.500	-49.500
Résultat net corrigé	104.500	121.500	122.500
Flux de trésorerie corrigé	204.500	216.500	212.500

Sur base d'un échantillon de sociétés comparables à FoodCo, nous observons que ces sociétés s'échangent en moyenne à 12 fois leur résultat net de l'année N. Nous pouvons en déduire que la valeur de FoodCo peut être estimée à environ 1.255.000 EUR (soit 12×104.500 EUR).

La valeur obtenue par application de la méthode DCFE est de 1.290.000 EUR, en considérant un coût des fonds propres ('*cost of equity*') de 18% et un taux de croissance à long terme de 2%.

En conséquence, FoodCo peut raisonnablement être estimée à environ 1.270.000 EUR (soit la moyenne entre les deux valeurs citées précédemment). Notons que cette valeur aurait été de 1.700.000 EUR (soit 430.000 EUR de plus) si aucune correction n'avait été apportée dans les comptes de résultats à la rémunération de Madame Dubois.

SECTION 4

Les risques éventuels du travail non rémunéré

Tout travail d'évaluation est censé intégrer les risques éventuels qui pèsent sur l'entreprise, quels qu'ils soient (risque fiscal, social, environnemental, etc.). L'entraide familiale et bénévole en fait partie, en ce sens qu'elle devient du travail dissimulé si elle n'est pas ponctuelle et indépendante. En effet, si la personne qui effectue un travail régulier n'est pas déclarée soit en tant que salarié, soit en tant qu'associé actif non rémunéré, l'entreprise s'expose à de lourdes sanctions.

Si le travailleur n'est pas associé dans l'entreprise, son employeur et lui sont, en principe, libres de fixer comme ils l'entendent le montant de la rémunération. Toutefois, l'employeur est tenu de respecter un certain nombre de règles: il existe des

barèmes minimums par secteur qui sont déterminés dans les conventions collectives de travail sectorielles. Il en résulte qu'une entreprise employant un travailleur (non associé) sans le rémunérer encourra un risque important sur le plan de la législation sociale.

A l'inverse, si le travailleur détient des parts dans l'entreprise pour laquelle il effectue un travail non rémunéré, il peut alors adopter le statut d'associé actif. L'associé actif est l'associé qui exerce une activité au sein de la société en vue de faire fructifier le capital qui est en partie le sien. Cette activité peut, mais ne doit pas nécessairement, revêtir le caractère de gérance ou de gestion. Cet associé est assujéti au statut social des travailleurs indépendants. Un associé actif peut, mais ne doit pas, être rémunéré. La prudence recommande toutefois de prévoir dans les statuts la nomination du travailleur en tant qu'associé actif non rémunéré.

Dans tout travail d'évaluation, les risques éventuels qui pèsent sur l'entreprise, que ceux-ci aient été ou non provisionnés, sont à prendre en considération. Ils ont pour effet de diminuer la valeur de la société à concurrence du montant estimé que la société devrait supporter pour éteindre ce risque éventuel.

Conclusions

Présentant certains atouts, le travail non rémunéré est fréquemment rencontré dans les petites et moyennes entreprises, le plus souvent familiales.

Il s'avère parfois nécessaire de déterminer la valeur du travail presté gratuitement par le conjoint (par exemple en cas de divorce ou succession) ou l'enfant (par souci d'égalité entre les frères et sœurs) du dirigeant d'entreprise. Cette valeur peut être assez aisément déterminée grâce aux différents barèmes sectoriels qui existent sur le marché. Dans cet exercice, il conviendra de prendre en considération une série de paramètres influençant la rémunération tels que la fonction exercée, l'expérience du travailleur, la région de l'emploi, etc. Par ailleurs, il sera tenu compte du coût salarial global pour l'entreprise (intégrant le treizième mois, le pécule de vacances, les cotisations sociales patronales, etc.) et du facteur 'temps' en capitalisant les rémunérations historiques qui auraient été payées au travailleur.

Une entreprise qui a recours à l'entraide familiale voit sa valeur augmenter à hauteur de la valeur déterminée pour le travail non rémunéré. Ce phénomène s'explique par une augmentation de la trésorerie, prise en considération dans toutes les méthodes d'évaluation (la manière de l'intégrer pouvant différer d'une méthode à l'autre).

En outre, dans tout travail d'évaluation, il convient de retraiter les résultats historiques et prévisionnels en intégrant une rémunération de marché conforme au travail effectué gratuitement, afin d'évaluer l'entreprise sur base de sa rentabilité économique effective.

Rappelons enfin que le travail non rémunéré n'est pas dénué de risques pour l'entreprise qui y fait appel. Il convient d'y être attentif de façon générale... et notamment lorsque l'on évalue une société qui recourt à l'entraide.