

ASSOCIATION DES EXPERTS EN
EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)

Lettre trimestrielle n°5 – 3er trimestre 2010

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- L'évaluation du droit au bail
Page 2
- L'évaluation du fonds de commerce dans le chiffrage de l'indemnité d'éviction
Page 7
- L'évaluation d'un actif immobilier, c'est simple ? C'est facile ?
Page 10
- Réflexions sur l'évaluation financière des entreprises possédant de l'immobilier
Page 15
- L'usufruit temporaire
Page 21

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Après avoir consacré les premières lettres trimestrielles aux méthodes d'évaluation, nous allons traiter les problématiques de l'évaluation de certains actifs spécifiques. Cet article est consacré à l'évaluation de l'immobilier et le prochain traitera de l'évaluation des marques.

Les différentes études confirment que l'immobilier continue en général d'avoir le vent en poupe, pour différentes raisons (incitations fiscales, marché boursier toujours très incertains et peu attractifs,...). On peut constater que la valeur de l'immobilier continue de progresser dans de nombreuses (grandes) villes.

L'évaluation de l'immobilier est souvent effectuée par des spécialistes, mais le risque d'erreur est important, si cette évaluation n'est pas intégrée dans le cadre général de l'évaluation de l'entreprise. Il nous a semblé intéressant d'aborder différentes problématiques, auxquelles nous pouvons être fréquemment confrontés : comment intégrer dans l'évaluation d'une entreprise la valeur de l'actif immobilier d'exploitation (évaluation explicite ou implicite), la démarche des experts en évaluation immobilière a-t-elle évolué, la valeur de l'immobilier dépend-elle du contexte, comment évaluer spécifiquement le droit au bail, notamment par rapport au fonds de commerce,..., pour terminer sur une problématique spécifique, celle de l'évaluation de l'usufruit temporaire.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

L'ÉVALUATION DU DROIT AU BAIL

Keety FERRAND – Directeur Associé. Fabien JACQUET – Senior Manager. Eva CORNATON – Senior Audit. Ernst &Young Transaction Advisory Services – Real Estate – Litigation

« Le droit au bail peut constituer un actif significatif dont la valorisation est indispensable ».
« Le loyer peut être un loyer de marché, ou un « loyer pur » intégrant la valeur de l'emplacement ».
« Le droit au bail peut être source de valeur, même en l'absence de différentiel de loyer ».
« L'approche par le « coût locatif » prend à la fois en compte les niveaux de loyer et les prix de cession des droits au bail »
« Par prudence et pour éliminer le risque de déplafonnement, on retiendra une durée de 9 ans. »
« A titre indicatif, les taux d'actualisation se situent dans une fourchette de 4,5% à 8% pour les locaux parisiens, et entre 5% et 8,5% en province. »
« La méthode par comparaison est généralement considérée comme prudente ; elle conduit à une valeur planché du droit au bail ».
« La méthode dite des coefficients présente un degré d'incertitude élevé »
« Intégrer la valeur du droit au bail à celle du fonds de commerce lors d'affectation de prix d'acquisition dans les comptes consolidés peut conduire à sous évaluer la valeur de ce dernier »
« La valeur d'un droit au bail n'est pas figée et évolue selon les fluctuations de marché, un suivi de la valeur dans le temps est bien souvent indispensable »

Le droit au bail est un actif incorporel souvent méconnu, alors que dans le commerce de détail, il constitue, avec la marque, l'essentiel du fonds de commerce. Il est même bien souvent la seule richesse des petits commerces.

Dans des contextes aussi différents que la cession de la petite boutique de quartier ou celui du Purchase Price Allocation d'une société exploitant de nombreux points de vente, *le droit au bail peut constituer un actif significatif dont la valorisation est indispensable.*

Le droit au bail est le droit de bénéficier d'un bail commercial existant, avec tous ses avantages, qu'ils résultent de l'emplacement ou d'un niveau de loyer inférieur aux loyers du marché, ou des deux.

En cas de reprise d'un bail commercial, le droit au bail est versé par le cessionnaire au précédent locataire. Ce n'est donc pas le propriétaire des murs qui en bénéficie, mais le locataire. En ce sens, il se distingue du « pas-de-porte », qui est versé au bailleur par le nouveau preneur en contrepartie le plus souvent d'un loyer réduit par rapport au « loyer pur ».

➤ **Le niveau du loyer, fondement de la valeur du droit au bail**

Lors de la conclusion d'un bail, le montant du loyer est fixé librement entre le bailleur et le preneur. Il repose sur nombre d'éléments objectifs ou discrétionnaires, parmi lesquels :

- l'intérêt plus ou moins prononcé du locataire et le rapport de force entre lui et le bailleur qui peut en résulter
- la commercialité de l'emplacement pour l'activité envisagée : activités et enseignes environnantes, attractivité de l'emplacement, facilités d'accès et de stationnement, zone de chalandise, population et catégories socioprofessionnelles, etc.,
- les caractéristiques des locaux (configuration, surface, volumes, état d'entretien, équipements, etc.),
- les clauses particulières du bail : destination du bail plus ou moins large, prise en charge des grosses réparations, clause d'accession, etc.

Le loyer peut alors être un loyer de marché (dans ce cas, le plus souvent un pas-de-porte sera demandé par le bailleur) ou un « loyer pur » (autrefois appelé « loyer à l'américaine ») intégrant la valeur de l'emplacement, autrement dit un loyer majoré du pas-de-porte décapitalisé.

Lors du renouvellement du bail, le nouveau loyer est fixé en fonction de la variation de l'indice de référence fixé dans le contrat de bail, généralement basé sur le nouvel indice des loyers commerciaux ou sur l'indice national trimestriel mesurant le coût de la construction publié par l'INSEE (article L. 145-34 du Code de Commerce).

Cette disposition souffre cependant de quelques exceptions, dans des cas précisément cités par la loi, qui peuvent conduire au dé plafonnement du loyer de renouvellement. Citons :

- lorsque le bail a été conclu pour une durée supérieure à 9 ans (ce cas n'est pas rare sur la région parisienne, dans les grandes villes et les centres commerciaux) ;
- lorsque le bail s'est poursuivi tacitement au-delà de 12 ans ;
- en cas de modification notable des caractéristiques du local, de la destination des lieux, des obligations respectives des parties ou encore des facteurs locaux de commercialité.

Lorsque le dé plafonnement ne se justifie pas, des écarts de loyers parfois substantiels peuvent être observés entre le loyer d'un bail ancien renouvelé et celui d'un bail nouvellement conclu. Cet écart constitue l'un des fondements du droit au bail.

Cependant, il convient ici de préciser que le droit au bail peut être source de valeur, même en l'absence de différentiel de loyer. Il se justifie alors par la qualité de l'emplacement et certaines enseignes sont même prêtes à surpayer l'emplacement à travers un droit au bail élevé alors même que le loyer est semblable voire supérieur aux loyers du marché. C'est ainsi que dans certaines villes, on observe une flambée des prix des droits au bail pour les meilleurs emplacements, qui tendent vers les niveaux des prix de cession parisiens.

➤ **Appréhender la valeur du droit au bail**

On peut appréhender la valeur d'un droit au bail par la mise en œuvre de l'approche par le « coût locatif » qui est fondée sur des observations de cessions de droits au bail sur le marché.

Ces références permettent d'apprécier d'une part les loyers de marché (qui constituent les «valeurs locatives» au sens de l'article L. 145-33 du Code de commerce) et d'autre part les prix de cession des droits au bail, le tout étant apprécié sur la base de surfaces pondérées ramenées au m².

Il est ainsi possible de faire ressortir le «coût locatif» de référence, qui correspond aux loyers observés sur ces transactions, majoré du prix du droit au bail décapitalisé.

L'écart entre le coût locatif du marché et le loyer du bail concerné, est ensuite capitalisé pour conduire à la valeur du droit au bail du local.

Cette valeur prend donc en compte à la fois les niveaux du loyer et les prix de cession des droits au bail.

A noter que le «coût locatif» est parfois appelé «valeur locative» par certains professionnels intégrant le droit au bail qui a initialement fait l'objet d'un versement en capital et qui a été décapitalisé de manière purement linéaire sur 10 ans. Pour éviter toute confusion avec la valeur locative correspondant au loyer du marché, il est préférable d'utiliser le terme de coût locatif.

EXEMPLE D'EVALUATION DU DROIT AU BAIL	
Informations sur le droit au bail à évaluer	
Surface pondérée:	1 000 m ²
Loyer annuel :	100 000 €
Loyer annuel au m ² pondéré :	100 €/m ²
Informations sur les références de marché	
Valeur locative au m ² pondéré:	200 €/m ²
Droit au bail au m ² pondéré :	1 500 €/m ²
Coefficient de capitalisation	10
Droit au bail décapitalisé au m ² pondéré	150 €/m ²
Coût locatif annuel : 200 € + 150 € =	350 €/m ²
Evaluation du droit au bail par le coût locatif	
Valeur du droit au bail : 1000 m ² x (350 € - 100 €) x 10 =	2 500 000 €

Se pose encore le problème des paramètres à retenir pour calculer le coefficient de capitalisation. Il s'agit en réalité de déterminer la durée et le taux d'actualisation.

En ce qui concerne la durée, elle dépend de la durée du bail. Le plus souvent, la période retenue est de 9 ans, correspondant classiquement à la durée du bail commercial, mais l'existence d'un risque important de déplafonnement conduira à retenir la durée résiduelle jusqu'à la fin du bail.

Le preneur d'un local commercial bénéficie toujours d'un droit à renouvellement, c'est la raison pour laquelle certains professionnels retiennent une période de 18 ans (2 x 9 ans), ce qui conduit, avec un taux de rendement de 7%, à un coefficient de capitalisation de 10.

Dans le contexte actuel, compte tenu des grandes incertitudes sur le risque de déplafonnement à un horizon de 18 ans, on lui préférera par prudence une période de 9 ans sur laquelle la visibilité est plus grande.

D'autres professionnels retiennent systématiquement la durée restante du bail jusqu'à son éventuel renouvellement, même en l'absence de risque de déplafonnement. Ce choix semble sévère parce qu'il conduit à réduire considérablement la valeur des droits au bail dont le renouvellement est proche.

Quant au taux d'actualisation, il intègre le taux sans risque, mais aussi une prime de risque liée notamment à la qualité de l'emplacement (encore l'emplacement !...). ***A titre indicatif, les taux se situent actuellement dans une fourchette de 4,5% à 8% pour les locaux parisiens, et entre 5% et 8,5% en province.*** Bien entendu, les emplacements top justifient les taux les plus faibles.

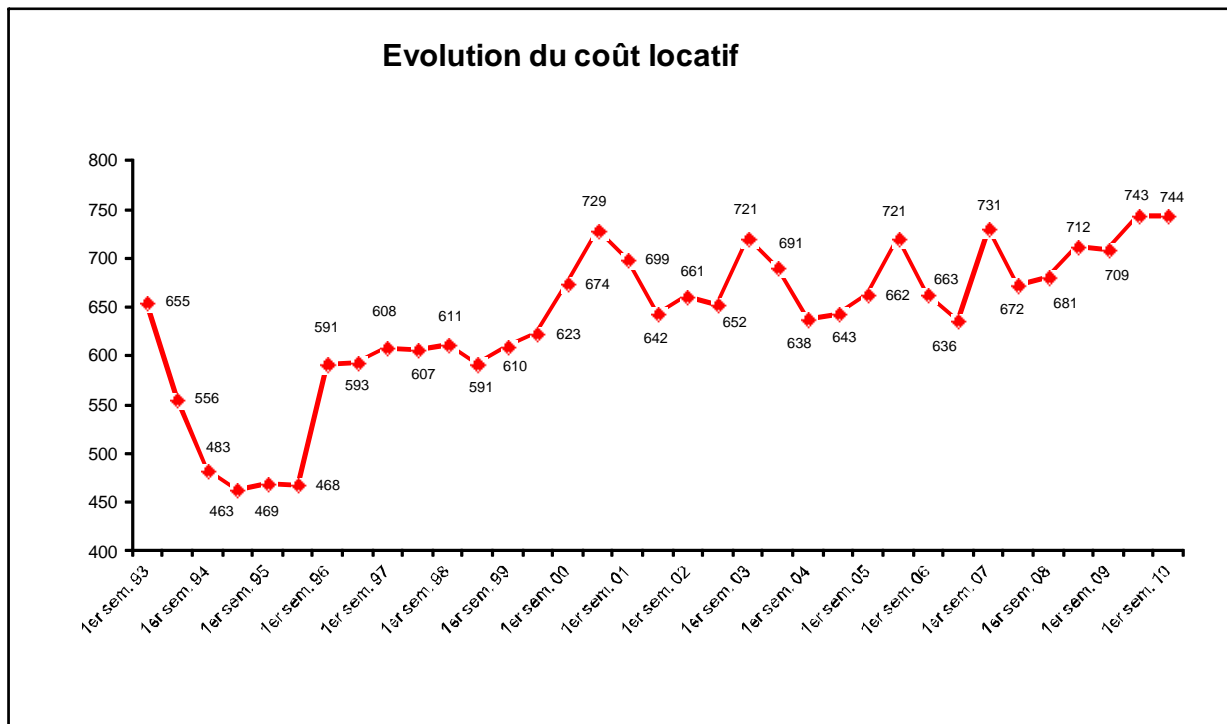
Il existe d'autres démarches d'évaluation du droit au bail parmi lesquelles on peut citer :

- la *méthode dite « par comparaison »* qui se fonde uniquement sur les prix de cession des droits au bail sans prendre en compte l'incidence des loyers. ***Elle conduit ainsi à une « valeur plancher » du droit au bail.*** En ce sens, elle est généralement considérée comme prudente sauf lorsque le loyer est nettement supérieur à ceux du marché. Elle est d'ailleurs le plus souvent mise en œuvre lorsque la cession du bail risque d'être accompagnée d'une hausse de loyer, par exemple lorsque le déplafonnement est probable.
- la *méthode dite « des coefficients »* qui consiste à approcher la valeur du droit au bail en appliquant au différentiel de loyer un coefficient qui dépend de la qualité de l'emplacement. Ces coefficients vont de 3 pour un emplacement sans commercialité jusqu'à 9 pour un emplacement exceptionnel. ***Cette approche, bien qu'elle nécessite comme les autres une analyse comportant des appréciations et interprétations, présente un degré d'incertitude élevé et un risque d'erreur sans doute non négligeable.***

➤ En guise de conclusion

Certaines entreprises, soumises à l'obligation de se livrer aux travaux d'allocation du prix d'acquisition (Purchase Price Allocation) lors de l'acquisition d'une société, ne font pas toujours apparaître dans leurs comptes la valeur du droit au bail, qui est alors intégrée dans celle du fonds de commerce. Ce regroupement des valeurs est problématique lors des démarches de vérification et de suivi de la valeur dans le temps (tests de dépréciation imposés par l'application de la norme IAS 36). ***En effet, l'évaluation du fonds de commerce selon les méthodes traditionnelles sans prise en compte du droit au bail peut conduire à une sous-évaluation de l'ensemble des éléments incorporels,*** voire même à une dépréciation injustifiée du fonds de commerce dans les comptes en l'absence d'analyse de la valeur du droit au bail.

En outre, la valeur d'un droit au bail est rarement figée et peut considérablement évoluer selon les fluctuations du marché (déplacement de la commercialité de la rue, évolution du niveau des loyers, évolution de la demande, etc.), comme en témoigne l'évolution du coût locatif en France illustrée ci-dessous depuis 1993 (données issues de l'Argus de l'Enseigne n° 38, Avril 2010).



Pour toutes ces raisons, une estimation du droit au bail et un suivi de la valeur dans le temps se révèlent bien souvent indispensables.

L'évaluation du fonds de commerce dans le chiffrage de l'indemnité d'éviction

Alain Marion, Expert près la Cour d'Appel de Lyon, Professeur des Universités en Sciences de gestion, responsable du master Diagnostic d'entreprise et directeur du Pôle d'Enseignement et de Recherche comptabilité Finance et contrôle à l'Institut d'Administration des Entreprises de l'université Lyon 3.

« L'indemnité d'éviction découle du concept de propriété commerciale protégeant l'outil de travail du commerçant ; elle est égale au préjudice causé par le défaut de renouvellement du bail. »

« la loi précise que l'indemnité d'éviction comprend la valeur marchande du fonds de commerce, augmentée des frais normaux de déménagement et de réinstallation ainsi que des frais et droits de mutation à payer pour un fonds de même valeur ».

« La valeur marchande du fonds de commerce doit être déterminée selon les usages de la profession ; dans les faits, l'expert utilise plusieurs méthodes afin de conforter la valeur du qu'il propose aux tribunaux. »

« La valeur du fonds de commerce résulte de la mise en œuvre simultanée de toutes ses composantes, corporelles et incorporelles, et s'appuie sur la synergie qui existe entre ces dernières ».

« Le chiffre d'affaires est l'indicateur de synthèse par excellence. Les multiples appliqués doivent tenir compte des facteurs explicatifs de la valeur des fonds de commerce (emplacement, nature des installations et agencements, montant des loyers...)»

« L'expert doit s'assurer, une fois évalué le fonds de commerce, que la valeur obtenue est supérieure à celle du droit au bail. »

Remarque :

L'article ne traite que de la situation où l'éviction a pour conséquence une disparition du fonds de commerce et non un simple transfert. De ce fait, il se limite à l'évaluation des fonds de commerces de détail en raison de l'importance des conséquences financières de leur disparition.

La propriété commerciale est le concept de droit français qui traduit la protection de l'outil de travail du commerçant. Précisons qu'il s'agit d'une spécificité du droit français qui surprend, quand ils la découvrent, les investisseurs étrangers. Son fondement est le statut locatif privilégié des baux commerciaux (décret du 30 septembre 1953, désormais intégré au Code de Commerce sous les articles L 145-1 et suivants) qui attribue au preneur (le locataire commerçant) un droit au renouvellement du bail. Cependant, le bailleur (le propriétaire des murs) peut refuser le renouvellement du bail et donner congé au locataire à condition de payer une indemnité d'éviction. *L'indemnité est « égale au préjudice causé par le défaut de renouvellement ».* *La loi précise que l'indemnité comprend la valeur marchande du fonds de commerce, augmentée des frais normaux de déménagement et de réinstallation ainsi que des frais et droits de mutation à payer pour un fonds de même valeur.*

La valeur marchande du fonds de commerce doit être « déterminée suivant les usages de la profession » (CCom art L 145-14). Or force est d'admettre que cette orientation méthodologique est de peu d'intérêt au plan pratique dans la mesure où, en règle générale, ces usages ne sont pas établis ou connus, à l'exception de rares secteurs d'activité. C'est pourquoi, *dans les faits, l'expert emprunte plusieurs méthodes afin de conforter la valeur du fonds de commerce qu'il propose aux tribunaux.*

Il n'est pas inutile de souligner que les méthodes d'évaluation des fonds de commerces sont fortement empreintes d'empirisme se démarquant ainsi de l'évolution qui caractérise la pratique de l'évaluation d'entreprise marquée par les avancées théoriques qu'a connues la finance d'entreprise depuis une trentaine d'années. Par ailleurs, il convient de rappeler que le fonds de commerce réunit des composantes incorporelles (clientèle, achalandage, emplacement, nom, enseigne ...) et corporelles (agencements, mobilier ...). *La valeur du fonds de commerce résulte de la mise en œuvre simultanée de toutes ses composantes et s'appuie sur la synergie qui existe entre ces dernières.*

Ce dernier point plaide pour l'utilisation d'une méthode d'évaluation globale du fonds de commerce. On comprend les raisons qui conduisent à utiliser le chiffre d'affaires qui ressort comme l'indicateur de synthèse par excellence exprimant les potentialités des composantes, notamment la qualité de l'emplacement et de l'achalandage ainsi que le pouvoir d'attraction du nom ou de l'enseigne. En privilégiant le chiffre d'affaires dans sa démarche, l'expert adopte une position conforme aux préoccupations des acteurs concernés par la valeur du fonds. Ainsi, lors de la vente d'un fonds de commerce, si l'acquéreur est peu sensible à la valeur vénale de ses composantes, il sera particulièrement regardant quant au chiffre d'affaires et au bénéfice qu'il peut tirer de l'exploitation du fonds.

Dans ces conditions, l'approche comparative conduisant à évaluer le fonds par application d'un multiple sur le chiffre d'affaires s'avère systématique. Au demeurant, cette approche est complétée par une méthode reposant sur le bénéfice qui conduit à appliquer un multiple à un indicateur de mesure du bénéfice dégagé par l'exploitation.

La difficulté pour l'expert est la détermination des multiples. Dans ce travail, l'expert dispose de plusieurs sources d'information. Des monographies existent qui présentent en général l'inconvénient d'avoir été établies à partir de données anciennes qui, dans certains cas, ne sont plus représentatives des niveaux de marge actuels des secteurs. Un travail de recherche est donc nécessairement accompli en consultant les organismes professionnels et en analysant les prix de fonds de commerces vendus ou proposés à la vente. L'exploitation des prix de vente publiés dans les journaux d'annonces légales nécessite que le fonds de commerce ait été vendu par une société pour que ses bilans puissent être consultés dans une base de données financière.

La recherche précédente permet d'obtenir une fourchette de multiples à appliquer au chiffre d'affaires et au bénéfice. Implicitement, la démarche signifie que le niveau intermédiaire de la fourchette correspond à des caractéristiques du fonds à évaluer se situant dans la moyenne des fonds de commerce du secteur. ***Le choix définitif des multiples devra être arrêté en tenant compte des facteurs explicatifs de la valeur des fonds de commerces, notamment de la qualité de l'emplacement, de la nature des installations et agencements, et du montant des loyers.*** S'agissant de l'interprétation économique du montant du loyer, il convient que l'expert vérifie que le bénéfice dégagé par l'exploitation n'ait pas pour contrepartie un loyer anormalement bas par rapport aux prix de loyer observés dans le secteur géographique. En d'autres termes, la valeur du fonds de commerce doit être pérenne et ne pas dépendre d'un sacrifice imposé au bailleur par la règle du plafonnement. De ce fait, le bénéfice d'un loyer anormalement bas, non susceptible d'être déplafonné, se traduira par l'application au chiffre d'affaires d'un multiple dont le niveau se situe dans le haut de la fourchette. La plus-value attachée à cet avantage illustre les limites des multiples de chiffre d'affaires en mettant en évidence le fait que, pour une même catégorie de commerce, le poids du droit au bail peut être très différent selon les conditions du bail et l'emplacement.

Une fois arrêtée la valeur du fonds de commerce qui rappelons-le inclut celle des agencements et installations mais exclut celle des stocks, ***l'expert doit s'assurer que la valeur obtenue est égale ou supérieure à la valeur du droit au bail*** (l'évaluation du droit au bail fait l'objet d'un article spécifique dans le présent numéro). Dans le cas contraire, c'est la valeur du droit au bail que l'expert devra retenir en lieu et place de celle du fonds de commerce.

L'ÉVALUATION D'UN ACTIF IMMOBILIER

C'est simple ? C'est facile ?

Marc Charvériat, Directeur – Associé Galtier Expertises immobilières et Financières.

« A certain moment de la vie de l'entreprise peut se poser la question de la détermination de la valeur marchande d'un actif immobilier (assurances, cession,...)».

« La "valeur marchande" n'est pas à confondre avec la "valeur à neuf" ou la "valeur d'assurance" ».

« L'évaluation d'un actif immobilier est nécessaire dans toutes les occasions où ces contreparties financières vont peser sur une décision ou un acte de gestion »

« Les objectifs d'évaluation sont différents selon les types d'opération »

« L'immobilier est un terme qui recouvre une multitude de biens. Il n'existe pas un marché, mais une multitude de marchés de l'immobilier en fonction des types de biens »

« Les méthodes utilisées sont généralement les méthodes par les comparaisons, les méthodes par les revenus, et pour certains actifs spécifiques, les méthodes par les ratios professionnels. »

« Une évaluation immobilière doit répondre à un certain formalisme, et respecter un certain nombre de principes ; le non respect de ces éléments va nécessairement affecter la fiabilité de l'expertise».

« La définition de la mission et du besoin du client sont des éléments clé ».

De nombreuses sociétés possèdent un ou plusieurs actifs immobiliers soit directement soit indirectement, et figurant à leur bilan pour leur valeur d'entrée. La possession indirecte étant généralement constituée par une participation dans une société civile ou commerciale, elle-même propriétaire d'un ou plusieurs immeubles.

A certains moments la question peut se poser de connaître la valeur marchande dite « vénale » de cet actif. C'est à ce moment qu'intervient la nécessité de l'évaluation de cet ou ces actif(s) immobiliers.

Toutefois, nous allons voir que cette évaluation doit être définie, ciblée, motivée et se soumettre à une procédure précise.

➤ **Quels types d'évaluations :**

Nous avons évoqué la « valeur marchande » de l'immeuble ce qui sous-entend l'existence d'un marché, c'est à dire la possibilité vraisemblable d'un accord entre deux parties susceptibles de transformer la « valeur » en « prix ».

Il convient fondamentalement de ne pas confondre cette « valeur marchande » avec une « valeur à neuf » ou une « valeur d'Assurance ». Celles-ci, en effet, font appel à la notion de remplacement, c'est à dire de reconstruction et par ce fait ne concernent que les bâtiments, à l'exclusion du terrain.

Qu'est ce qu'une évaluation en « valeur marchande » ?

Toute détermination du montant de la contrepartie financière susceptible, à un instant donné, d'être échangé contre l'usage ou la propriété d'un immeuble :

- pour la représentation de l'usage, ce sera la valeur locative,
- pour la représentation de la propriété ; ce sera la valeur vénale.

➤ **A quelles occasions est-on amené à évaluer un immeuble ? :**

Pour faire simple, nous dirons dans toutes les occasions où ces contreparties financières d'un immeuble vont peser sur une décision ou un acte de gestion.

Il faut se représenter qu'un immeuble peut être intégré dans différents types de patrimoines :

- en tant qu'outil de travail au titre de l'abri de l'exploitation d'une entreprise directement propriétaire de cet actif ou lié à son propriétaire (holding, SCI du dirigeant, etc.),
- en tant qu'immeuble de rapport au sein d'une société (civile ou commerciale) à prédominance immobilière ou non,
- en tant que patrimoine privé d'un particulier.

Les objectifs d'évaluation seront généralement différents selon les types d'opérations :

- apports partiel d'actif,
- fusion, absorption, cession de la société propriétaire de l'actif immobilier,
- mise en gage de l'immeuble pour obtention d'un crédit,
- obtention de liquidité dans le cadre d'un « Lease-back ».
- acquisition ou cession de l'immeuble,
- succession, donation, partage,
- location totale ou partielle de l'immeuble, renouvellement du bail, etc.

➤ **Le ou les marchés de l'immobilier :**

La « valeur marchande » suppose un marché, mais n'y a-t-il qu'un seul « marché immobilier » ?

L'immobilier est un terme qui recouvre une grande diversité de biens, et il n'y a pas « un marché de l'immobilier » mais une multitude de marchés en fonction des types de biens très différents et, pour les plus courants, par zone géographique ou par situation, voire encore par nature ou par activité :

- le **marché des bureaux** généralement défini par zone géographique ou grandes villes,
- le **marché immobilier industriel** (petites et moyennes unités), lui-même très divers et pouvant se subdiviser en grandes zones industrielles, immeubles en activité, immeubles vides, etc.
- le **marché des murs commerciaux** : libres à l'unité ou occupés à l'unité ou en portefeuille,
- les **logements** : résidentiels, sociaux, à l'unité ou en bloc,
- les **biens spécifiques** : hôtels, cliniques, paramédical (repos, retraite, etc.),
- les **biens agricoles** : terres, vignes, forêts etc,
- les **biens exceptionnels** : châteaux, propriétés de luxe, etc.

Chacun de ces marchés répond à des critères propres mais certains peuvent avoir de l'influence sur les autres de par la mixité de certains biens ou la capacité de ceux-ci de se transformer d'un marché à l'autre (hôtel en logement etc.).

Enfin, certains biens ne répondent à aucun marché ou à des marchés très étroits et généralement captifs (dépôt pétrolier etc.).

➤ **La réalisation de l'évaluation :**

Une évaluation immobilière doit répondre à un certain formalisme dont le respect va sensiblement influencer la fiabilité de l'expertise.

Au préalable et avant tout, l'expert doit prendre contact avec son donneur d'ordre afin de confirmer les paramètres rentrant comme données dans son expertise :

- définir précisément le *besoin du client* : valeur vénale ou locative, immeuble libre ou occupé, périmètre de la mission (de quoi est composé l'immeuble ?), situation juridique (pleine propriété, copropriété, bail à construction, etc.) et locative (libre ou occupé) des biens composant l'immeuble, etc.,
- procéder à une *visite de l'immeuble* extérieure et intérieure dont l'importance et le détail vont varier en fonction du besoin exprimé et des documents fournis,
- procéder à une *recherche de l'urbanisme* (en mairie) afin de déterminer les possibilités (ou non) de construire, les servitudes publiques existantes, les projets communaux, etc.
- procéder à une *enquête locale* : étude de l'environnement, de la situation, des possibilités d'accès, de la visibilité de l'enseigne, de l'existence de biens vacants, en vente ou en location aux environs, etc.

➤ **Principales méthodes utilisées :**

Généralement, nous utilisons deux méthodes afin de croiser les résultats pour obtenir une fourchette de valeurs tout en vérifiant l'homogénéité des résultats.

Les principales méthodes utilisées sont :

- *Méthode par Comparaison* (ou directe ou par comparaison directe).
Elle nécessite l'existence de références de transactions adaptables au bien considéré.
- *Méthode par le Revenu* : méthode consistant à capitaliser un revenu réel ou potentiel, afin d'obtenir une valeur vénale.
Cette méthode peut être mise en œuvre de plusieurs manières :
 - capitalisation à l'infini d'un revenu brut actuel (méthode classique du Revenu)
 - détermination des revenus nets futurs actualisés sur une période donnée (généralement 10 ans) dont la somme sera majorée d'une valeur résiduelle (capitalisation du revenu net de la dernière période) ; (Méthode dite des Flux financiers ou Cash Flow).
- *Méthode des ratios professionnels* : Cette méthode est généralement utilisée pour les biens spécifiques (hôtels, cliniques, etc.).

D'autres méthodes peuvent être utilisées dans des cas particuliers (méthode par le coût de remplacement), *ou pour déterminer si la valeur du terrain seul n'est pas supérieure à la valeur de l'immeuble construit* (méthode par la récupération foncière ou bilan promoteur) etc.

➤ **Principales difficultés rencontrées :**

La définition de la mission : le chef d'entreprise, surtout dans une PME « personnelle » a du mal à concevoir qu'il existe plusieurs notions de valeurs (intégrant souvent la notion de valeur d'assurance). Il est de plus parfois réticent à exprimer le motif de sa demande. En cela l'intervention d'un professionnel financier (D.A.F, expert-comptable, commissaire aux comptes) est très utile.

Le périmètre de la mission : l'oubli de déclaration du dépôt de matériaux de 20 000 m² de l'autre côté de la route n'est pas utopique.

Les situations juridiques : celles-ci pouvant, lors d'extensions successives, être mixtes et très complexes, ce qui se gère correctement si tout a été énoncé au départ avec communication de documents complets.

Les délais : un client normal veut un dossier argumenté, réfléchi et fiable pour... hier matin.

En conclusion, l'évaluation d'un actif immobilier est à la fois simple et facile à la condition de respecter un certain nombre de principes absolus, valables aussi bien pour le chef d'entreprise ou le donneur d'ordre que pour l'expert :

- définir précisément la mission dans son objectif comme dans son périmètre avec un professionnel,
- demander et communiquer des documents complets, tant juridiques qu'économiques, en respectant une totale transparence,
- réaliser en toutes circonstances des enquêtes complètes et approfondies (Etat des lieux, urbanisme, environnement, etc.),
- prendre et donner le temps de la réflexion et de l'étude, celui-ci étant naturellement proportionnel à la complexité ou la rareté du bien étudié.

Le non-respect de l'un ou l'autre de ces principes va nécessairement nuire à la fiabilité de l'étude et donc de ses conclusions.

Quelques réflexions sur l'évaluation financière des entreprises possédant de l'immobilier

Eddy Bloy, Expert près la Cour d'Appel de Lyon

« Il existe fréquemment une différence entre les évaluation de type patrimonial prenant en compte la réévaluation des biens immobiliers d'une part et les évaluation de type financier d'autre part ». Il est important de s'interroger sur l'origine des écarts entre ces 2 valeurs. »

« La méthode des multiples devrait automatiquement capitaliser l'économie de loyer réalisée par une entreprise propriétaire et de facto intégrer la valeur de l'immobilier »

« Dans le cas d'une évaluation par un multiple d'EBITDA, la valeur de l'actif d'une entreprise propriétaire ou accédant à la propriété sera plus élevée »

« Dans le cas d'une évaluation par un multiple de résultat net, la prise en compte des différences d'amortissements et de frais financiers doit conduire en théorie à une valeur similaire »

« Si les durées d'amortissement et d'échéance de la dette sont proches, plus la date d'évaluation est éloignée et plus le différentiel de valeur entre les méthode est important »

« La méthode des cash-flows de trésorerie prend en compte la somme actualisée des économies de loyer ».

« Le taux d'actualisation des flux d'une entreprise propriétaire doit être normalement moins élevé que celui d'une entreprise locataire ».

« Comparer des valeurs d'origine financière avec des valeurs qui prennent leur source dans des facteurs exogènes aux logiques financières (le marché de l'immobilier en l'occurrence) fait automatiquement surgir un risque d'incohérence. »

Le temps où les entreprises étaient systématiquement propriétaires de leurs terrains et locaux est révolu. Il n'empêche que l'évaluateur peut être encore confronté de nos jours à une telle situation patrimoniale.

Les évaluateurs ont observé que, dans de tels cas, il existait fréquemment une forte divergence entre une évaluation de type patrimonial prenant en compte la réévaluation des biens immobiliers d'une part, et une évaluation de type financier.

C'est la raison pour laquelle la plupart des évaluateurs évaluent l'entreprise en faisant abstraction de son statut de propriétaire. Autrement dit, l'entreprise est évaluée sur la base de comptes normatifs par une méthode financière, puis la valeur de l'immobilier est déterminée par ailleurs. Il s'agit donc d'évaluer l'entreprise par une méthode qui mélange la technique patrimoniale et la technique financière. Or, il nous paraîtrait plus cohérent de d'effectuer une évaluation financière de l'entreprise immobilier compris et de la comparer au résultat d'une évaluation immobilière.

En général, il est noté que la valorisation patrimoniale est nettement plus élevée que la valorisation financière. Nous précisons que nous entendons ici par:

- méthode patrimoniale une évaluation fondée sur la réévaluation du bilan augmentée d'une valeur de goodwill cette dernière étant obtenue par capitalisation ou actualisation d'une rente de goodwill,
- méthodes de type financier celles qui sont fondées sur des multiples de résultats d'une part et sur des cash flows disponibles (méthode DCF) d'autre part. Nous limiterons les résultats envisagés à l'EBITDA, l'EBIT et le résultat net.

On peut alors s'interroger sur les raisons de cette divergence. Une entreprise propriétaire de son immobilier, singulièrement si celui-ci est important, sera très valorisée par la méthode patrimoniale en raison de la présence d'une plus value immobilière significative. Bien entendu nous nous plaçons dans le cas où l'acquisition a porté sur un immobilier de qualité qu'il s'agisse des caractéristiques des biens comme de leur emplacement. On connaît évidemment des cas où l'acquisition de l'immobilier d'entreprise peut se révéler une très mauvaise affaire.

La question qui se pose est de savoir pourquoi le montant de la plus value patrimoniale ne se retrouve intégralement pris en compte dans le cadre d'une évaluation financière.

Nous distinguerons le cas de la méthode des multiples de la méthode DCF pour simple commodité d'exposé étant entendu que les logiques de raisonnement se retrouvent en grande partie à l'identique dans les deux cas.

✓ Méthode des multiples.

Dans le cas des multiples, la base de l'évaluation est constituée par des résultats.

Il faut donc considérer le contenu de charges induit par le passage de la situation de locataire à celle de propriétaire. Plus concrètement, une entreprise qui est propriétaire de ses immeubles ne paye pas de loyer mais en contrepartie voit ses charges augmenter :

- des amortissements des biens si ceux-ci ne sont pas totalement amortis,
- des frais financiers ou des annuités de crédit-bail si elle est dans une situation d'accession à la propriété.

A l'échéance de la dette et à l'issue du plan d'amortissement, elle ne supportera plus de charges relatives à son immobilier si ce n'est les charges d'entretien (mais le locataire doit également entretenir les locaux).

Lorsque l'entreprise a apuré ses éventuelles dettes hypothécaires et épuisé le plan d'amortissement de ses biens immobiliers, quel que soit l'assiette de l'évaluation (EBITDA, EBIT, résultat net), l'entreprise disposera de résultats plus élevés que l'entreprise locataire toute chose restant égale par ailleurs et donc sera mieux valorisée qu'il s'agisse d'une valeur d'entreprise ou d'une valeur des titres.

Il y aura donc une prime à l'immobilier qui provient tout simplement de l'économie de loyer. Certes, l'entreprise aura peut-être en contrepartie des charges d'entretien qu'elles n'auraient pas eu à supporter en tant que locataire, mais nous laisserons de côté ce problème qui complexifierait excessivement notre analyse dans le cadre de ces brefs développements.

S'il y a un écart significatif entre l'évaluation patrimoniale et l'évaluation financière, la question est donc de savoir ce qui, dans les résultats de l'entreprise propriétaire, est susceptible d'induire une telle distorsion.

A priori, la méthode des multiples va automatiquement capitaliser l'économie de loyer et donc de facto intégrer la valeur de l'immobilier dans le cadre de l'évaluation financière.

S'il n'y a pas concordance entre évaluation financière et évaluation patrimoniale, il faut envisager les éléments suivants :

- la valorisation implicite de l'immobilier dans la méthode financière ne correspond pas à la valorisation effectuée dans le cadre de la méthode patrimoniale. Ce sera le cas notamment quand l'immobilier aura fait l'objet d'une évaluation par comparaison, ce qui est la règle la plupart du temps. Cela signifie éventuellement que le prix de marché est déconnecté de la rentabilité mais il peut y avoir d'autres causes (notamment une mauvaise mise en œuvre de la méthode comparative dans le cadre de la valorisation de l'immobilier),
- le multiple utilisé dans le cadre de l'évaluation financière n'est pas en adéquation avec la valorisation d'une entreprise portant de l'immobilier. Autrement dit le taux de capitalisation appliqué à l'entreprise est non pertinent. Nous reviendrons sur ce point ultérieurement.
- la valorisation du goodwill n'est pas compatible avec l'évaluation financière qui a été faite. Cela peut provenir d'une estimation non pertinente des capitaux investis, notamment en raison de la présence de l'immobilier dans la valeur de ces capitaux, comme d'une mauvaise estimation du coût moyen pondéré des fonds qui n'est pas adapté au cas d'une entreprise portant de l'immobilier.

Si l'entreprise propriétaire est encore endettée au titre de son acquisition au moment de l'évaluation et/ou si le plan d'amortissement des biens n'est pas achevé, l'analyse est plus complexe.

Dans le cas d'une évaluation par un multiple d'EBITDA, la valeur de l'actif d'une entreprise propriétaire ou accédant à la propriété sera plus élevée, toute chose restant égale par ailleurs comparativement à celle d'une entreprise locataire. En effet, ni les frais financiers ni les amortissements n'auront été déduits dans le cas de l'entreprise propriétaire alors que les loyers auront été pris en compte pour déterminer l'EBITDA d'une entreprise locataire.

En tout état de cause, s'il y a écart entre valeur financière de l'actif et valeur patrimoniale de l'actif, il faut évoquer les mêmes raisons que précédemment. En revanche, au niveau de l'évaluation des titres ce surcroît de valeur sera partiellement ou totalement compensé par un supplément d'endettement net résultant de la dette hypothécaire. Evidemment, plus on sera près du terme de la dette, plus l'écart de valeur des titres entre entreprise propriétaire et entreprise locataire sera important.

Dans le cas d'une évaluation par l'EBIT, l'écart de résultat entre entreprise locataire et entreprise propriétaire sera moins important dans la mesure où les amortissements de l'immobilier auront été pris en compte dans la détermination de l'EBIT de l'entreprise propriétaire. Seuls les frais financiers relatifs à la dette hypothécaire seront capitalisés dans le cadre de la méthode des multiples. Il est clair que la cohérence entre valeur patrimoniale et valeur financière sera peut-être plus difficile à assurer. Il faut préciser que cette cohérence sera en grande partie fonction de l'écart existant entre la somme des amortissements et de frais financiers d'une part, et le montant du loyer d'autre part, ainsi que du poids respectif des amortissements et des frais financiers.

Si l'on fonde l'évaluation sur le résultat net, les frais financiers et les amortissements relatifs à l'immobilier étant déduits, l'entreprise prend explicitement en compte un coût d'usage de l'immobilier dans ses comptes. La capitalisation du résultat net fournit immédiatement la valeur des titres.

La cohérence voudrait donc que cette valeur soit proche de la valeur de l'actif réévalué diminuée des dettes dans le cadre de la méthode patrimoniale.

On voit bien, qu'outre les problèmes évoqués précédemment, l'éloignement de la date d'évaluation aura un rôle dans la facilité de rapprochement des deux types d'estimation. En effet, si la durée d'amortissement et la durée de la dette sont assez proches, plus on s'éloigne dans le temps et plus la valeur de l'immobilier acquise par l'entreprise est élevée alors même que ses résultats sont encore impactés par les amortissements et les frais financiers. Cette situation est de nature à écarter la valeur patrimoniale de la valeur financière.

Par ailleurs, la somme des amortissements et des frais financiers n'étant pas nécessairement le reflet du loyer de marché, on a là aussi une source potentielle d'écart entre les deux modes d'évaluation.

✓ *Méthode des cash-flows actualisés (méthode des DCF).*

Dans la méthode des DCF, l'assiette d'évaluation est le flux de trésorerie disponible qui est établi par définition avant déduction des amortissements et des frais financiers. On est donc dans la même situation que celle envisagée dans le cadre d'une évaluation fondée sur un multiple d'EBITDA.

La valeur d'actif trouvée va, de fait, englober la valeur de l'immobilier puisqu'elle prendra en compte la somme actualisée des économies de loyers. Bien entendu, si l'on est dans une phase d'accession à la propriété la valeur des titres sera impactée par la dette hypothécaire. Dans ces conditions, la non concordance avec une valeur d'actif ou une valeur de titre déterminée par la méthode patrimoniale prend sa source dans un réseau de causalité identique à celui qui a été mise en cause dans le cadre d'une évaluation fondée sur un multiple d'EBITDA.

On doit notamment être attentif au fait que coût moyen pondéré des fonds utilisé pour évaluer une entreprise portant de l'immobilier doit être configuré à la structure de son actif immobilisé.

Autrement dit, la rentabilité attendue d'un bien immobilier étant normalement moins élevée que celle d'un actif industriel, qu'il soit corporel ou incorporel, toutes choses restant égales par ailleurs, *le taux d'actualisation utilisé pour évaluer une entreprise propriétaire d'immeuble par la méthode DCF doit être en principe plus faible que celui qui serait utilisé si cette entreprise étant locataire de son immobilier.* C'est une des conditions, nous semble-t-il pour que la valeur de l'immobilier soit correctement prise en compte dans le cadre d'une évaluation financière.

Plus généralement ce que nous venons de dire pour le taux d'actualisation est également valable, comme nous l'avons déjà souligné dans le cadre de la méthode des multiples.

Le raisonnement peut être aisément compris si on se place dans le cadre idéalement simple d'une entreprise sans croissance. *On sait alors que le multiple est l'inverse du taux de rendement attendu sur l'actif à évaluer, c'est à dire l'inverse du taux de capitalisation.* De même que le taux d'actualisation doit être abaissé dans le cadre de la méthode DCF pour tenir compte de la spécificité de la rentabilité immobilière, de même le taux de capitalisation doit-il également être abaissé pour tenir compte de cette situation. Il en résulte que les multiples à appliquer doivent être augmentés pour aboutir à une valeur cohérente.

En conclusion, nous pouvons constater que les sources de divergence entre valeur patrimoniale et valeur financière peuvent être nombreuses quand une entreprise porte un patrimoine immobilier. Cela dépend aussi bien de la situation de l'entreprise que des méthodes utilisées.

En tout état de cause, nous avons surtout voulu rappeler que *les taux utilisés, qu'il s'agisse du coût du capital ou du taux de capitalisation, doivent être en cohérence avec la structure du patrimoine de l'entreprise.*

Il faut également souligner le fait que comparer des valeurs d'origine financière avec des valeurs qui prennent leur source dans des facteurs exogènes aux logiques financières (le marché de l'immobilier en l'occurrence) fait automatiquement surgir un risque d'incohérence.

L'USUFRUIT TEMPORAIRE

Olivier Arthaud, Expert comptable et Commissaire aux comptes, représentant du groupe d'expertise comptable GVGM Audit, chargé de cours Master finances à la Faculté des Sciences Economiques de l'Université Lyon II.

« L'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, mais à charge pour lui d'en conserver la substance ».

« Les démembrements temporaires d'usufruit sont de plus en plus fréquents. Ce type de montage peut permettre à un chef d'entreprise de récupérer du cash en franchise d'impôt, pour réinvestir éventuellement dans d'autres immeubles »

« L'usufruit temporaire est inscrit à l'actif de la société en immobilisations incorporelles et amorti sur la durée de l'usufruit. La société dégage donc une capacité d'autofinancement plus importante que lorsqu'elle était locataire ».

« La jurisprudence actuelle confirme la nécessité de calculer la valeur de l'usufruit temporaire de manière économique. Trois paramètres sont alors utilisés pour calculer la valeur d'un usufruit temporaire : la valeur en pleine propriété du bien démembré, le taux de rendement, et la durée de l'usufruit ».

« La valeur de l'usufruit temporaire est ainsi égale à la valeur actualisée du flux de revenus futurs perçus pendant la durée de l'usufruit. »

« La correcte valorisation de l'usufruit temporaire dans ce type d'opération est très importante, une surévaluation peut être analysée comme un abus de bien social, la personne devenant nue propriétaire étant souvent le dirigeant associé de la société acquéreur. »

Dans le paysage des investissements immobiliers, est apparu depuis quelques années des montages avec démembrement temporaire d'usufruit. Les principales motivations de ces montages spécifiques sont :

- *de récupérer du cash en franchise d'impôt,*
- *de diminuer les revenus fonciers taxables,*
- *de permettre le financement d'autres investissements,*
- *de constituer une retraite par capitalisation*

Un des cas les plus classiques que l'on rencontre est celui où une SCI qui louait jusqu'à présent un immeuble à une société d'exploitation, lui cède l'usufruit temporaire de cet immeuble.

On se trouve dans l'hypothèse où la SCI semi transparente (article 8 du CGI) détient l'immeuble depuis plus de 15 ans et cède en conséquence en exonération d'impôt sur la plus value (article 150 U CGI).

Il est utile de préciser, bien entendu, que les associés de la société d'exploitation sont également associés de la SCI.

Ce type de montage peut permettre au chef d'entreprise de se constituer une retraite par capitalisation en récupérant du cash dans la SCI, en franchise d'impôt, pour réinvestir éventuellement dans d'autres immeubles.

L'usufruit temporaire est généralement donné pour une durée de 10 à 15 ans. L'acquisition de ce droit est financée par la société d'exploitation avec un recours à l'emprunt.

S'agissant d'un droit ayant une durée de vie définie, l'usufruit temporaire est inscrit à l'actif de la société en immobilisations incorporelles et amorti sur la durée de l'usufruit. **La société dégage donc une capacité d'autofinancement plus importante que lorsqu'elle était locataire.**

En remplacement d'un loyer, elle comptabilise des intérêts d'emprunt et des amortissements. On peut donc considérer que l'impôt sur les sociétés n'est pas forcément élué, ce qui limite le risque d'abus de droit.

L'intérêt de cette opération est qu'au terme de l'usufruit (15 ans par exemple), celui-ci s'éteint. Sa valeur nette comptable est nulle car il est totalement amorti. **Dans la SCI, il y a reconstitution de la pleine propriété du bien, en franchise d'impôt.**

Ces types de montages posent la problématique de l'évaluation de l'usufruit temporaire cédé. **On rappelle que l'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, mais à charge pour lui d'en conserver la substance.**

L'usufruit est l'addition du droit d'user et du droit de jouir des biens. Il s'agit d'un droit réel d'une durée limitée. L'usufruit est viager lorsqu'il repose sur la durée de vie d'une personne physique. Il est temporaire lorsqu'il dépend d'une durée fixe déterminée au moment du démembrement. L'usufruitier titulaire d'un droit temporaire a donc le droit de percevoir les loyers de l'immeuble démembrement.

La jurisprudence actuelle confirme la nécessité de calculer la valeur de l'usufruit temporaire de manière économique. Trois paramètres sont alors utilisés pour calculer la valeur d'un usufruit temporaire :

➤ **La valeur en pleine propriété du bien démembrement**

Elle doit être déterminée avec beaucoup de précisions, compte tenu de l'influence de cette valeur sur la valorisation économique de l'usufruit. Il est très conseillé d'avoir recours à un Expert immobilier.

➤ **Le taux de rendement du bien**

Il dépend de la valeur locative du bien. Il est également recommandé d'avoir recours à un Expert immobilier pour le connaître.

Par ailleurs, cette valeur locative doit être ajustée des charges incombant à l'usufruitier (on retient les loyers nets des charges usufruitaires)

➤ **La durée de l'usufruit**

La valeur de la pleine propriété et la valeur locative doivent être affectées d'un coefficient de réévaluation en fonction des évaluations locales à long terme anticipées.

L'usufruit temporaire est égal à la valeur actualisée du flux de revenus futurs perçus pendant la durée de l'usufruit, comme décrit dans la formule ci-dessous.

R_n : le montant du flux de revenus futurs au cours d'une année n (cash flow),
 n : le temps pendant lequel les revenus futurs seront perçus,
 i : le rendement du bien sur lequel s'exerce cet usufruit (taux de rentabilité).

$$\text{USUFRUIT} = R_1 / (1+i) + R_2 / (1+i)^2 + R_3 / (1+i)^3 + \dots + R_n / (1+i)^n$$

La valeur finale de l'usufruit résulte de l'actualisation de cette valeur locative nette des charges usufruitaires en fonction de la durée de l'usufruit. Par différence avec la valeur de la pleine propriété, nous connaissons celle de la nue propriété.

A titre d'exemple, l'usufruit économique d'un bien immobilier se calculera comme suit :

- | | |
|--|----------------|
| - Valeur en pleine propriété : | 600 000 €, |
| - Valeur locative nette de charges usufruitaires : | 57 000 € / an, |
| - Taux de rendement : | 9.5%, |
| - Durée de l'usufruit temporaire : | 15 ans. |

L'usufruit vaut donc $57\,000 * 1 / (1 + 9.5\%)^{-15}$ soit 222 375 €.

D'où une valeur de la nue propriété = 600 000 € - 222 375 € = 377 625 €.

La correcte valorisation de l'usufruit temporaire dans ce type d'opération est très importante. En effet, une surévaluation peut avoir de graves conséquences juridiques car la cession de l'usufruit est souvent consentie à une société dont la personne devenue nue propriétaire est souvent le dirigeant associé de la société acquéreur. **Une surévaluation peut donc être analysée comme un abus de bien social.** Les conséquences fiscales liées sont par ailleurs toutes aussi graves.

La valorisation devra donc être documentée par :

- *un rapport d'évaluation du bien en pleine propriété (évaluation réalisée par un expert immobilier),*
- *un rapport d'évaluation de la valeur locative de ce bien (évaluation réalisée par un expert immobilier),*
- *le détail du calcul de la valeur de l'usufruit temporaire (discounted cash flow, taux d'actualisation...).*