

## 140 L'évaluation d'un usufruit temporaire : quelle méthode ? quel taux ?

**Laurent BENOUDIZ,**

*expert-comptable et commissaire aux comptes,  
associé chez Bewiz en charge du département  
ingénierie patrimoniale du chef d'entreprise,  
président de l'Ordre des experts-comptables Paris  
Île-de-France, administrateur du club fiscal de  
l'Ordre des experts-comptables*



**La cession de l'usufruit temporaire d'un immeuble ou de parts de société civile détenant un tel bien a pour objectif de répartir dans le temps les droits financiers et les pouvoirs d'administration entre l'usufruitier, bien souvent la société exploitant l'actif immobilier, et le nu-proprétaire, l'associé à la recherche d'un investissement patrimonial. Sauf en cas de fictivité, plusieurs jurisprudences récentes écartent la qualification d'abus de droit pour fraude à la loi et les récents dispositifs anti-abus introduits par le législateur ne devraient pas modifier cette appréciation. Pour autant, la recherche d'une évaluation correcte de l'usufruit temporaire reste un sujet de litige entre les contribuables et l'Administration. Si le recours à la méthode DCF semble aujourd'hui la règle, encore faut-il appliquer celle-ci avec discernement tant dans la détermination des flux de trésorerie que dans l'application du taux d'actualisation. Le Conseil d'État affirme ainsi la pertinence du TRI, le taux de rendement interne, en matière de cession d'usufruit portant sur un immeuble mais cette méthode est-elle applicable lorsqu'il convient d'évaluer un usufruit temporaire portant sur des parts de SCI ? Au-delà du choix du taux, l'approche DCF permet-elle d'appréhender l'intégralité de la valeur d'un usufruit ?**

**1** - La cession de l'usufruit temporaire d'un immeuble utilisé pour les besoins de l'exploitation ou de l'usufruit des parts d'une SCI détenant un tel bien ne peut être qualifiée d'abus de droit qu'en cas de fictivité ou d'absence d'avantages économiques pour l'acquéreur. Le débat entre l'Administration et les contribuables, sous le contrôle du juge de l'impôt, se place donc désormais principalement sur le terrain de la valorisation de l'usufruit. Quelle méthode ? Quel taux d'actualisation retenir ?

Plusieurs décisions de jurisprudence rendues en 2018 éclairent les contribuables et les praticiens sans pour autant explorer l'ensemble des pistes, ni répondre complètement aux errements des contribuables et de l'Administration dans la recherche de la bonne voie. Le chemin qu'il faudra suivre cependant pour s'extraire des méandres de l'évaluation d'un usufruit obligera le juriste à intégrer quelques notions de mathématiques financières (de la bonne application de la méthode DCF à la compréhension des enjeux en matière de taux) et le financier à interpréter les subtilités juridiques découlant d'un partage

de la propriété entre usufruitier et nu-proprétaire (des droits dont dispose l'usufruitier au regard du Code civil et de la rédaction des statuts). En effet, c'est bien dans la combinaison respective de leur talent qu'il sera possible d'aboutir à une méthode cohérente, homogène et pratique permettant de réaliser l'évaluation d'un usufruit temporaire.

**NdA** : L'auteur remercie Serge Anouchian et Lise Chatain pour leurs précieux conseils dans la rédaction de cet article.

## 1. Des opérations ne pouvant être constitutives d'un abus de droit... sauf en cas de fictivité ou d'absence d'avantages économiques

### A. - À La recherche de la substance économique

2 - Le Comité de l'abus de droit fiscal avait déjà pu examiner en 2016<sup>1</sup> le cas d'un apport de l'usufruit temporaire de titres d'une société non soumise à l'IS à des sociétés à l'IS. Dans cet avis, le Comité, rappelant que « l'option d'une société pour l'assujettissement de ses bénéficiaires à l'impôt sur les sociétés n'est pas en elle-même constitutive d'un abus de droit » estime que seule l'existence d'un « montage dans lequel la société ayant opté pour l'impôt sur les sociétés est dépourvue de toute substance économique » permettrait à l'Administration de qualifier l'opération d'abus de droit.

La cour administrative d'appel de Nantes<sup>2</sup> retient la même approche en considérant même « que l'existence d'un prix surévalué ne [serait] de nature à établir la fictivité » de l'opération. Le ministre soutenait pourtant que l'opération constituait un abus de droit dès lors « qu'elle relève d'une situation de fictivité juridique du fait de son économie générale compte tenu notamment d'un prix de cession manifestement surévalué, de l'absence d'intérêt économique avéré pour les deux sociétés et de la substitution du droit temporaire d'usufruit au bail commercial alors en cours sans modification significative sur le droit de la SAS d'utiliser l'immeuble pour son exploitation ».

Ces éléments n'emportent pas l'adhésion de la cour administrative d'appel de Nantes qui estime que « le ministre n'établit pas, ni même n'allègue, que l'opération n'a pas eu pour effet de transférer effectivement l'usufruit temporaire de la propriété du bâtiment avec l'ensemble des obligations en résultant dans le cadre de l'acte de cession qui prévoit, notamment la prise en charge par l'usufruitier des grosses réparations ».

Le ministre tentait également d'invoquer l'abus de droit dans sa seconde branche, la fraude à la loi, en considérant que la cession d'usufruit temporaire avait permis de substituer à un revenu foncier imposable au barème progressif une plus-value de cession immobilière exonérée (compte tenu des dispositions à l'époque qui prévoyaient l'exonération après quinze ans de détention), l'article 13, 5 du CGI n'ayant pas encore été adopté à l'époque des faits. Là encore, la cour écarte l'argumentation compte tenu des effets de la cession (perception immédiate d'un prix de cession ferme et définitif et non de loyers échelonnés susceptibles d'être interrompus en cas de cessation d'activité) et de « l'absence d'éléments de nature à établir que le bénéfice [de l'exonération] était contraire aux objectifs poursuivis par le législateur lorsqu'il a institué cet avantage ».

Encore plus récemment, la cour administrative d'appel de Marseille<sup>3</sup> procède à la même analyse. Dans cette affaire, le contribuable avait réalisé des opérations de donation, d'apports et de cession portant sur les titres d'une SCI entre le 5 août et le 27 septembre de telle sorte que la SARL, qu'il contrôlait et qui exploitait le bien détenu en crédit-bail par la SCI, détienne l'usufruit des titres de cette dernière. On comprend la motivation fiscale de l'opération lorsqu'on sait que le 13 octobre, la SCI levait l'option d'achat du crédit-bail<sup>4</sup>.

Pour l'Administration, « ces opérations étaient constitutives d'un abus de droit en se fondant sur la proximité temporelle entre [elles], la sous-valorisation de l'usufruit temporaire des parts de la SCI, les incohérences juridiques résultant de la modification statutaire de la répartition de ses profits exceptionnels et le but fiscal des opérations ».

Malgré le faisceau d'éléments apportés par le ministre, la cour reste concentrée sur la recherche et l'existence d'un avantage économique réel. Ainsi, elle relève que « l'apport de l'usufruit temporaire des parts de la SCI a conduit à un renforcement des fonds propres de la SARL nécessaire à la continuité de son exploitation et que le produit de la cession ultérieure des parcelles a été réinvesti dans l'activité de cette société, permettant d'assurer sa survie. » De ce fait, « l'Administration n'apporte pas la preuve, dont la charge lui incombe, de ce que les opérations en cause n'ont pu être inspirées par aucun motif autre que celui d'éluider ou d'atténuer les charges fiscales des associés de la SCI. »

### B. - Une substance économique qui doit être tangible, notamment en termes de flux financiers

3 - Il ne faut cependant pas oublier que la substance économique de l'opération, l'avantage économique pour la société, qui détiendra l'usufruit temporaire, doit être bien réel ; les juges appréciant cette réalité au regard de la trésorerie effectivement appréhendée par l'usufruitier. Ainsi, la cour administrative d'appel de Versailles<sup>5</sup> retient-elle, dans un arrêt du 3 novembre 2011, l'abus de droit lorsque la cession d'usufruit temporaire n'emporte que des conséquences comptables et fiscales, sans mouvements financiers. Dans cette affaire, « les bénéficiaires de la SCI ont été effectivement comptabilisés au compte courant de la société usufruitière » mais « la trésorerie de cette société n'en a pas pour autant été améliorée en l'absence de virement financier ». De même, la « cession en cause n'a généré aucun flux financier au profit du [cédant] dès lors que le prix de la cession d'usufruit temporaire est demeuré inscrit sur son compte courant ». Ainsi, c'est un simple jeu d'écritures comptables, sans mouvements financiers, qui a permis d'exonérer *in fine* les résultats de la SCI compte tenu des déficits fiscaux que détenait la société usufruitière.

La cour d'appel de Paris, dans une décision bien plus récente<sup>6</sup> confirme l'analyse réalisée par le Comité de l'abus de droit le 22 novembre 2012<sup>7</sup> dans une affaire où les contribuables avaient cédé l'usufruit temporaire des titres d'une SCI à une société civile agricole (SCA) propriétaire d'un château et de terres pour une durée de dix ans. Pour l'Administration, il s'agissait d'un montage destiné à faire disparaître de l'assiette de l'ISF des contribuables 80 % de la valeur des parts de la SCI, les associés de la SCA ne déclarant que la valeur de l'usufruit d'une durée de dix ans des parts de la SCI inscrit à l'actif de celle-ci. Pour le contribuable, l'apport de l'usufruit temporaire avait principalement pour objectif de faire face au financement de travaux de réhabilitation du château ayant fait l'objet d'une ouverture de crédit de 77 224 €. Pour la cour, le caractère fictif de l'opération résulte de plusieurs éléments : les contribuables se sont réservés

maintenir la société dans le champ de l'IS, faisant disparaître ce lourd inconvénient pour les contribuables ; en effet, même en cas d'option possible pour le report d'imposition lors de la levée de l'option, c'est une imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu calculé sur la plus-value latente au jour de la levée de l'option qui restera dû au jour de la vente de l'immeuble.

1. CADF, avis n° 2016-11 : Dr. fisc. 2016, n° 41, étude 538, spéc. n° 7. – P. Camelo-Cassan, *De l'optimisation à l'abus de droit, la ligne de partage des mots : l'exemple des usufruits temporaires* : Dr. fisc. 2017, n° 7, étude 154.

2. CAA Nantes, 1<sup>re</sup> ch., 31 mai 2018, n° 16NT04184.

3. CAA Marseille, 4<sup>e</sup> ch., 11 déc. 2018, n° 17MA02433.

4. En l'absence d'imposition dans le régime de l'IS, la plus-value latente est taxable en raison du changement de régime fiscal de la SCI entraîné par le basculement du régime des BNC vers le régime des revenus fonciers. Du fait de l'application de l'article 238 bis K du CGI, le démembrement permet de

5. CAA Versailles, 1<sup>re</sup> ch., 3 nov. 2011, n° 10VE02186.

6. CA Paris, pôle 5, ch. 10, 3 avr. 2018, n° 16/06257 : JurisData n° 2018-006494. – V. J.-F. Desbuquois, *Sélection de décisions des tribunaux de grande instance et des cours d'appel* : Dr. fisc. 2018, n° 27, étude 319, spéc. n° 4.

7. Aff. 2012-29, in *Comité de l'abus de droit fiscal : rapport annuel 2012* : Dr. fisc. 2013, n° 27, étude 357, spéc. n° 13.

la jouissance de trois appartements sur les 52 que détient la SCI sans que l'acte d'apport de l'usufruit temporaire ne l'envisage, les loyers sont perçus pour le reste de l'immeuble par une société civile dont la totalité des parts est détenue par les apporteurs et enfin, les associés appréhendent la quasi-totalité des revenus produits puisque la SCA ne procède à aucun investissement pour son propre compte.

C'est bien évidemment ce dernier argument qui est décisif. Pour la cour d'appel de Paris, il ne suffit pas qu'il existe des flux financiers, encore faut-il que ceux-ci soient utiles voire nécessaire au détenteur de l'usufruit des parts de la SCI compte tenu du fait que les contribuables n'ont pu, en l'espèce, justifier d'aucun autre intérêt patrimonial, juridique ou économique pour la SCA.

### C. - Abus de droit (LPF, art. L. 64), clause anti-abus générale (LPF, art. L. 205 A) et mini-abus de droit (LPF, art. L. 64 A)

4 - Il ressort de ce même arrêt de la cour d'appel de Paris, comme le Conseil d'État l'a déjà jugé<sup>8</sup>, qu'une évolution législative avec la création de l'article L. 64 A du CGI par l'article 109 de la loi de finances 2019<sup>9</sup> n'était pas nécessaire pour que les juges apprécient le but exclusivement fiscal comme un but principalement fiscal. En effet, il est déjà exigé que l'avantage économique ou politique ne soit pas jugé « négligeable », « minime » ou « sans commune mesure avec l'avantage fiscal tiré de ces opérations »<sup>10</sup>.

La création de ce « mini-abus de droit » au 1<sup>er</sup> janvier 2020 peut-elle néanmoins avoir un impact sur les opérations de cession d'usufruit temporaire ? On ne le croit pas tant, les avantages économiques, politiques et patrimoniaux pour les associés de la SCI et pour la société d'exploitation qui exploite le bien et qui détient l'usufruit sont nombreux. On reste par contre bien plus circonspect lorsque l'opération est réalisée sur un bien immobilier qui n'est pas exploité par le titulaire de l'usufruit des parts sociales.

Il n'en demeure pas moins que ce nouvel article crée une insécurité juridique supplémentaire aggravée par la non-application, sous réserve d'éventuelles modifications réglementaires à venir, de la garantie prévue à l'article R. 64-1 du LPF selon laquelle la décision de mettre en œuvre la procédure de l'abus de droit ne peut être prise que par un agent ayant au moins le grade d'inspecteur divisionnaire.

Enfin, on peut légitimement s'inquiéter lorsqu'il conviendra de mettre dans la balance d'un côté une économie fiscale mesurable et de l'autre des avantages juridiques ou politiques difficilement quantifiables. Sans aller jusqu'à s'interroger, comme certains auteurs, sur une éventuelle remise en cause d'une donation en nue-propriété d'un bien immobilier à ses enfants (inquiétude écartée par un communiqué de presse de l'Administration le 19 janvier 2019), on peut toutefois s'inquiéter de la stratégie consistant à apporter à une SCI, sur la base d'une valeur économique et non sur la valeur fiscale de l'article 669<sup>11</sup> la nue-propriété d'un immeuble préalablement à sa

transmission, dans le but non pas de limiter les droits d'enregistrement mais bien d'éviter l'indivision qui résulterait d'une donation de la nue-propriété en direct.

Enfin, et pour être exhaustif sur ce sujet, on ne peut faire abstraction dans ces schémas de la clause anti-abus générale instituée en matière d'impôt sur les sociétés introduite dans l'article 205 A du CGI par l'article 108 de la loi de finances 2019<sup>12</sup>. L'article 205 A dispose que « Pour l'établissement de l'impôt sur les sociétés, il n'est pas tenu compte d'un montage ou d'une série de montages qui, ayant été mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, un avantage fiscal allant à l'encontre de l'objet ou de la finalité du droit fiscal applicable, ne sont pas authentiques compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances pertinents ».

Une clause de sauvegarde précise qu'un « montage ou une série de montages est considéré comme non authentique dans la mesure où ce montage ou cette série de montages n'est pas mis en place pour des motifs commerciaux valables qui reflètent la réalité économique. »

Si, comme l'avancent certains<sup>13</sup>, la doctrine administrative relative à la clause anti-abus propre au régime mère-fille est transposable, l'Administration devrait considérer comme présentant des motifs valables des structures de détention patrimoniale ou répondant à un objectif organisationnel<sup>14</sup>.

Là encore, il semble nécessaire de distinguer d'un côté les opérations ayant pour objectif principal de transférer les droits et les pouvoirs à travers la cession d'un usufruit temporaire portant sur les parts d'une SCI détenant un bien immobilier exploité par l'acquéreur de l'usufruit d'un schéma transférant l'usufruit des parts de la SCI à une entité *ad hoc* soumise à l'IS n'exploitant pas le bien détenue par la SCI. Dans cette première hypothèse, le contrôle que peut exercer l'entreprise utilisatrice à travers ses droits de vote au sein de la SCI sur le bail, son renouvellement, l'éventuelle réalisation de travaux donne à l'évidence un motif commercial valable à l'opération ; il est en effet préférable d'être usufruitier et de disposer de pouvoirs sur quinze ou vingt ans au sein de la SCI portant le bail que d'être uniquement locataire à travers un bail commercial d'une durée de neuf ans. Ce montage, pour reprendre la terminologie du législateur, répond également à des considérations patrimoniales évidentes consistant à partager dans le temps les droits, les pouvoirs et les revenus de la SCI.

*comm. 294, note J.-F. Duchêne et M. Epstein*), une jurisprudence constante considère cette stratégie comme légitime (*Cass. com.*, 26 mars 2008, n° 06-21.944, FS-D, min. c/ Cere : *JurisData* n° 2008-043381 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 16, *comm. 283* ; *Dr. fisc.* 2008, n° 40, *comm. 527*, note J. Ledan ; *RJF* 7/08, n° 1136. – *Cass. com.*, 20 mai 2008, n° 07-18.397, F-D, DGI c/ M. Tabourdeau : *JurisData* n° 2008-044076 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 24, *comm. 378* ; *Dr. fisc.* 2008, n° 40, *comm. 527*, note J. Ledan ; *RJF* 10/08, n° 1136. – *Cass. com.*, 23 sept. 2008, n° 07-15.210, F-D, Lamarque : *JurisData* n° 2008-045149 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 47, act. 334, E. Meier et R. Torlet ; *RJF* 1/09, n° 89. – *Cass. com.*, 21 oct. 2008, n° 07-18.770, F-D, DGI c/ Thurin : *JurisData* n° 2008-045512 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 47, act. 334, E. Meier et R. Torlet ; *RJF* 2/09, n° 173. – *Cass. com.*, 21 oct. 2008, n° 07-16.835, F-D, Henriot : *JurisData* n° 2008-045495 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 47, act. 334, E. Meier et R. Torlet, *préc.* ; *RJF* 2/09, n° 172. – *Cass. com.*, 4 nov. 2008, n° 07-19.870, F-D, DGI c/ Beneteau : *JurisData* n° 2008-045762 ; *Dr. fisc.* 2008, n° 47, act. 334, E. Meier et R. Torlet, *préc.* ; *RJF* 3/09, n° 297) ; tout comme une doctrine abondante (P. Fernoux, *SCI et démembrement de propriété : contribuables... Résistez ! : Dr. & patr.* 1998, n° 60 ; *SCI et démembrement de propriété : contribuables... poursuivez la résistance ! : Dr. & patr.* 2001, n° 92 ; *SCI et démembrement de propriété : vive la résistance : JCP N* 2001, n° 22-23, p. 978 ; *SCI et démembrement de propriété : l'épilogue heureux d'un long combat : Dr. fisc.* 2007, n° 12, étude 302. – J.-M. Mateu et P. Fernoux, *Transmettre la nue-propriété d'un immeuble par apport à une SCI suivie d'une donation des parts : c'est possible ! : JCP N* 2002, n° 49, 1467.

8. CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 17 juill. 2013, n° 356523, min. c/ SAS Garnier Choiseul Holding, n° 352989, min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding et n° 360706, min. c/ SARL Garnier Choiseul Holding : *Dr. fisc.* 2013, n° 41, *comm. 477*, concl. F. Aladjidi, note F. Deboissy et G. Wicker ; *RJF* 11/13, n° 1064, *chron. É. Bokdam-Tognetti*, p. 883, *préc.* ; *Dr. sociétés* 2013, *comm. 194*, J.-L. Pierre ; *Rev. adm.* 2013, p. 506, obs. O. Fouquet.
9. L. n° 2018-1317, 28 déc. 2018, art. 109 : *Dr. fisc.* 2019, n° 3, *comm. 116*, note Y. Rutschmann et P.-M. Roch.
10. V. en ce sens, O. Fouquet, *La réforme de l'abus de droit : pour quoi faire ? : FR* 39/13, *inf. 12*. – F. Deboissy et G. Wicker, *Rachat de sociétés « liquides » et abus de droit : le Conseil d'État écarte le motif autre que fiscal présentant un caractère négligeable et précise la finalité du régime des sociétés mères*, note ss CE, 9<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> ss-sect., 17 juill. 2013, n° 356523, min. c/ SAS Garnier Choiseul Holding, *préc.*
11. À l'exception d'une décision isolée (*Cass. com.*, 13 janv. 2009, n° 07-20.097, F-D, M. de Wurtemberg : *JurisData* n° 2009-046581 ; *Dr. fisc.* 2009, n° 17,

12. L. n° 2018-1317, 28 déc. 2018, art. 108 : *Dr. fisc.* 2019, n° 3, *comm. 116*, note Y. Rutschmann et P.-M. Roch.
13. *FR* 1/19, *inf. 53*, p. 128.
14. BOI-IS-BASE-10-10-10-10, 5 oct. 2016, § 220.



Ainsi, si l'abus de droit dans sa branche relative à la fraude à la loi semble pouvoir être écarté tant au regard de l'article 205 A que de l'article L. 64 et L. 64 A nouveau du CGI, il n'en demeure pas moins qu'une opération fictive, sans substance économique réelle pour l'acquéreur ou sans intérêt patrimonial ou juridique avéré resterait susceptible de subir les sanctions de l'abus de droit. La matérialité des flux de trésorerie entre la SCI et l'usufruitier et l'existence de prérogative juridique utile à ce dernier restent les éléments clés permettant de démontrer l'intérêt économique et la substance de l'opération.

Cette approche basée sur les flux financiers, éléments tangibles, concrets et réels, doit également être celle au cœur de la démarche permettant de valoriser l'usufruit temporaire d'un immeuble d'exploitation ou de titres d'une société détenant un tel bien.

## 2. Quelles méthodes pour valoriser un usufruit temporaire ?

5 - La méthode privilégiée tant par l'Administration que par le juge administratif est la méthode des comparables. Il convient de rechercher le prix retenu par les parties dans des transactions comparables. Très utile lorsqu'il s'agit d'évaluer la valeur de la pleine propriété d'un immeuble, cette méthode n'est pas applicable lorsqu'il s'agit de déterminer la valeur de l'usufruit d'un immeuble ou, plus compliqué encore, la valeur de l'usufruit de parts d'une société immobilière, faute de comparables.

Le juge administratif précise qu'en l'absence de toute transaction ou de transaction équivalente, ce qui est systématiquement le cas en la matière, l'appréciation de la valeur vénale doit être faite en utilisant les méthodes d'évaluation qui permettent d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où la cession est intervenue.

Cette précision a le mérite de donner la possibilité d'utiliser d'autres méthodes d'évaluation dès lors que celles-ci permettent d'estimer la valeur qu'un acquéreur serait prêt à consentir à un vendeur (prix maximal) ou qu'un vendeur accepterait d'accorder à un acheteur potentiel (prix minimal). La valeur vénale, c'est-à-dire le prix final, se trouve entre ce maximum et ce minimum mais n'est jamais simple à atteindre en l'absence de marché. En outre, le prix convenu entre les parties dans une cession d'usufruit peut se retrouver être soumis au contrôle du juge administratif puisque les parties sont rarement indépendantes, ce qui laisse penser qu'une libéralité, dans un sens ou dans un autre, est toujours possible.

L'approche retenue par les acteurs économiques pour déterminer la valeur d'un actif est identique à celle du juge de l'impôt avec cependant deux approches privilégiées : les comparables, appliqués en général à travers des multiples d'un agrégat financier et la méthode consistant à actualiser les cash-flows prévisionnels, dénommée méthode DCF (*Discounted Cash-Flows*). Pour un investisseur en capital, la seule méthode pertinente est celle des DCF. « En termes simples, la valeur actuelle d'une entreprise est la somme de tout l'argent qu'elle gagnera dans le futur. (Pour correctement valoriser une entreprise, il faut aussi actualiser ces flux de liquidités futurs à leur valeur présente, car une somme d'argent donnée vaut aujourd'hui davantage que la même somme dans le futur) » écrit Peter Thiel, célèbre investisseur de la Silicon Valley ayant investi dans Facebook, SpaceX et LinkedIn (*P. Thiel, De zéro à un : JC Lattès, 2016*).

La valeur patrimoniale est rarement utilisée compte tenu de ses nombreux défauts :

- elle ne représente pas la valeur liquidative de l'entreprise et ne donne donc pas une valeur plancher puisque les comptes doivent être arrêtés selon le principe comptable de la continuité d'exploitation ;
- elle ne valorise pas le *goodwill* qui doit être appréhendé par une approche complémentaire basée sur la rentabilité, ce qui revient à utiliser de manière détournée l'approche DCF ;

- les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Si l'on pousse l'analyse et la réflexion, on peut même s'interroger sur le fait de savoir si la méthode des comparables et des multiples n'est pas en réalité bien plus un raccourci qu'une véritable méthode en elle-même. Cette technique permet de faire l'impasse sur la méthode DCF qui oblige à établir un prévisionnel sur une longue période de l'ensemble des flux attendus d'une entreprise, exercice complexe et délicat. La méthode des comparables sous-entend en vérité que ce travail a déjà été fait par le marché et qu'une entreprise agissant sur le même secteur, avec le même taux de croissance est susceptible de générer les mêmes flux et donc d'avoir la même valorisation, au taux implicite accepté par le marché.

En réalité, seule la méthode DCF permet de comprendre pourquoi Tesla avec moins de 10 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2017 vaut 56 milliards de dollars quand Général Motors avec 111 milliards de chiffre d'affaires (11 fois plus) ne vaut que 47 milliards. Il est en effet peu probable que la méthode des multiples, s'agissant de deux sociétés dans le même secteur, mais avec des taux de croissance très différents, puisse donner ce résultat.

Ainsi, la méthode des DCF est la seule qui permette de donner à une société, quelle que soit sa singularité, une valeur représentant la somme actualisée de « tout l'argent qu'elle gagnera dans le futur » et c'est bien cette seule valeur qui permet d'obtenir « un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande ».

### A. - La valorisation de l'usufruit d'un bien immobilier : la méthode DCF

6 - La méthode DCF, dans sa version abrégée, est également celle qui est communément appliquée en matière immobilière lorsqu'on valorise un bien immobilier à partir d'un taux de rendement.

En effet, si un bien génère un revenu de 100 et que le taux de rendement est de 5 %, l'actualisation à l'infini d'un revenu de 100 au taux de 5 % équivaut à diviser 100 par 0,05 pour donner la valeur de la pleine propriété de l'immeuble, soit 2 000.

À l'aide d'un tableur, si on positionne un revenu de 100 sur une durée de 100 ans et qu'on recherche la valeur actuelle nette (VAN) de ce flux au taux de 5 %, on obtient 1 984,79, soit une approximation (les calculs ayant été faits sur 100 ans et non sur l'infini) de 99,3 %. Cette petite précision méthodologique sera utile pour bien comprendre les différents calculs qui vont suivre. Elle consiste ainsi à considérer qu'en actualisant un revenu sur une durée de 100 ans, on obtient la valeur de la pleine propriété, ce qui est vrai à 0,7 % près.

En procédant de la sorte, par une actualisation du flux sur une très longue période (100 ans), on peut faire abstraction de la valeur terminale. En effet, même en imaginant une valeur terminale de 4 000 dans 100 ans (n'oublions pas que le flux de 100 n'a pas été indexé, ce qui traduit une valorisation de la valeur terminale sur un taux de rendement de 2,5 %), la valeur de la pleine propriété passe à 2 014,45, soit 100,7 % de la valeur réelle de la pleine propriété. Retenons donc que l'actualisation d'un flux sur 100 ans donne une approximation suffisante de la valeur de la pleine propriété, à 0,7 % près.

Mais que se passe-t-il si on décide d'indexer le revenu, comme cela est usuellement le cas dans tout bail ?

Le Conseil d'État, dans une décision récente<sup>15</sup>, apporte une réponse claire et d'une portée plus large qu'une rapide lecture pourrait laisser penser en nous éclairant sur la bonne méthode à retenir.

Le 4 septembre 2008, la SCI Sacajisme, soumise à l'IS, et la SCI Sacaj, soumise au régime fiscal des sociétés de personnes, ont acquis respectivement l'usufruit pour une durée de 22 ans et la nue-

15. CE, 8<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> ch., 24 oct. 2018, n° 412322.

propriété d'un immeuble d'une valeur totale de 730 000 €. L'Administration a estimé que le prix de 645 000 € pour acquérir l'usufruit excédait de 145 000 € la valeur de celui-ci et que l'excédent constituait une libéralité accordée à la SCI Sacaj, nu-proprétaire.

Le tribunal administratif de Strasbourg<sup>16</sup> puis la cour administrative d'appel<sup>17</sup> ont débouté l'Administration de ses demandes, considérant que la méthode du contribuable était la bonne. Cette dernière consistait à actualiser les flux de revenus futurs, au taux de rendement du bien, soit 5,26 %, sur la durée du démembrement, soit 22 ans, en tenant compte d'une indexation du loyer de 3 % par an.

On constate en effet que l'actualisation sur 22 ans au taux de 5,26 % d'un flux de 38 398 € (5,26 % de 730 000 €), en progression de 3 % par an, permet d'obtenir une valeur de l'usufruit de 645 064 €, montant arrondi par le contribuable à 645 000 €.

L'Administration, de son côté, estimait qu'il fallait exclure le taux d'indexation du loyer de 3 % du calcul ce qui consistait à actualiser un revenu de 38 398 € pendant 22 ans au taux de 5,26 %, soit un montant de 493 664 € arrondi par l'Administration à 500 000 €.

L'écart entre les deux méthodes est bien de 145 000 €. Ne pas tenir compte de l'inflation n'est pas réaliste, et c'est la raison qui a ainsi conduit le tribunal administratif de Strasbourg et la cour d'appel de Nancy à suivre le raisonnement du contribuable. Mais la méthode retenue par ce dernier est-elle pour autant pertinente en ce qu'elle donne un partage équitable de la valeur de la pleine propriété entre l'usufruitier et le nu-proprétaire ?

Le Conseil d'État précise d'abord dans un attendu de principe la règle applicable en la matière : « En l'absence de toute transaction ou de transaction équivalente, l'appréciation de la valeur vénale doit être faite en utilisant les méthodes d'évaluation qui permettent d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date ou l'acquisition est intervenue. Dans le cas de l'acquisition d'un bien en démembrement de propriété, constitue une telle méthode d'évaluation celle qui définit des prix de la nue-propriété et de l'usufruit tels qu'ils offrent le même taux de rendement interne (TRI) de l'investissement pour l'usufruitier et le nu-proprétaire. »

Or, le contribuable, en prenant en compte l'inflation dans ses prévisions de revenus locatifs tout en appliquant un taux d'actualisation ne prenant pas en compte l'inflation retient en réalité des termes de comparaison « non homogènes » qui conduisent « par suite à une rentabilité interne de l'investissement (un TRI) déséquilibrée entre l'usufruitier et le nu-proprétaire et à un partage inexact, à la date de la cession, de la valeur en pleine propriété de l'immeuble entre celle de l'usufruitier et celle de la nue-propriété, cette méthode erronée ayant pour conséquence que la somme de la valeur ainsi déterminée de l'usufruit et de la valeur vénale de la nue-propriété soit supérieure au prix d'acquisition de la pleine propriété ».

Le Conseil d'État nous affirme ainsi :

- que l'équation  $U + NP = PP$  est indépassable ;
- et que seule l'utilisation du TRI permet de respecter cette égalité.

Pour en revenir au cas d'espèce de *Sacaj* et *Sacajisme*, le contribuable avait le choix en réalité entre deux méthodes : actualiser les flux au taux de 5,26 % sans inflation (le taux de rendement du bien, 5,26 %, étant égal au TRI de l'investissement en l'absence d'inflation) ou actualiser les flux avec une inflation de 3 % du loyer mais au taux interne de rentabilité de l'investissement qui ressort, compte tenu de l'inflation du loyer, à 8,26 %... Dans ces deux solutions, l'actualisation se fait au taux interne de rentabilité, égal au taux de rendement du bien si le revenu ne progresse pas, supérieur à celui-ci, si le revenu est inflaté.

En effet, si on actualise sur 100 ans un flux de 38 398 € sans inflation au taux de 5,26 %, on obtient une valeur de la pleine propriété de 725 665 € (99,4 % de la valeur de la pleine propriété acquise 730 000 €). L'actualisation de la même somme inflatée de 3 % par an au taux de 5,26 % donne une valeur de la pleine propriété de 1 505 122 € ce qui, à l'évidence, n'est pas la bonne valeur ! Le conseil d'État a donc parfaitement raison en considérant cette méthode comme « erronée ». Pour obtenir une valeur de la pleine propriété de 730 000 € en tenant compte de l'inflation de 3 % du loyer, il faut actualiser les flux au taux interne de rentabilité de 8,26 %.

La première méthode (5,26 % de taux d'actualisation sans inflation du loyer) donne, on l'a vu, une valeur de l'usufruit sur 22 ans de 493 664 €. La seconde méthode (8,26 % de taux d'actualisation avec une inflation du loyer de 3 % par an) donne une valeur de l'usufruit sur 22 ans de 486 187 €, soit une valeur très proche de celle découlant de la première méthode (1,5 % d'écart). En d'autres termes, peu importe la méthode retenue puisque les résultats sont quasi identiques lorsqu'on actualise les flux au TRI.

Seules ces deux méthodes permettent un partage équilibré entre l'usufruitier et le nu-proprétaire de la valeur de la pleine propriété en offrant à chacun d'eux un taux de rendement interne de l'investissement identique, condition indispensable pour conserver l'équilibre  $U + NP = PP$ .

En définitive, et cet apport est déterminant, le taux à retenir pour évaluer la valeur d'un usufruit doit être le taux interne de l'investissement et celui-ci doit être identique pour l'usufruitier et le nu-proprétaire. Ni le taux de rentabilité du bien, méthode que nous préconisons<sup>18</sup> (et qui n'est valable en pratique qu'en l'absence d'indexation du loyer, ce qui reste un cas particulier), ni un taux externe (construit sur la base d'un taux sans risque majoré d'une prime de risque dépendant des marchés financiers) n'est acceptable dès lors qu'ils conduiront à un partage de la valeur entre l'usufruitier et le nu-proprétaire déséquilibré, au donc au bénéfice ou au détriment de l'un ou de l'autre.

## B. - La valorisation de l'usufruit des parts d'une SCI : que doit-on actualiser ?

7 - Ce principe fixé par le Conseil d'État reste-t-il pertinent (et surtout applicable) lorsqu'il s'agit d'évaluer la valeur de l'usufruit des parts d'une SCI ? Avant de répondre à cette question, il semble nécessaire de revenir sur la méthode DCF qui est en pratique, tant pour les contribuables que pour l'Administration et le juge de l'impôt la méthode privilégiée de valorisation, ce dont nous ne pouvons que nous féliciter.

Comme son nom l'indique, la méthode des cash-flows actualisée consiste à actualiser des flux de trésorerie et uniquement des flux de trésorerie. Le calcul d'un résultat comptable et fiscal n'a d'autres intérêts dans cette méthode que de déterminer l'assiette fiscale sur laquelle sera calculé l'impôt qui fera l'objet d'un décaissement sur le redevable. En effet, et comme semble le pratiquer désormais l'Administration, il est indispensable de tenir compte de l'impôt qui fera l'objet d'un décaissement effectif par l'associé devant déclarer les revenus d'une société transparente. L'impôt à prendre en compte est évidemment celui qui sera supporté par le titulaire des droits, l'acquéreur de l'usufruit, et non le vendeur : la question en effet est bien de déterminer le flux de revenu net d'impôt qui fera l'objet de l'actualisation nécessaire à la détermination de la valeur de l'usufruit. On actualise **tous les flux** mais **uniquement les flux** de trésorerie dans la méthode DCF.

16. TA Strasbourg, 29 sept. 2015, n° 1201626.

17. CAA Nancy, 2<sup>e</sup> ch., 11 mai 2017, n° 15NC02356.

18. L. Benoudiz, *Pas de bal tragique au Comité de l'abus de droit : la cession d'usufruit temporaire n'est pas morte !* : Dr. fisc. 2015, n° 21, étude 312.

Pour autant, cette méthode n'a pas été appliquée par la cour administrative d'appel de Nantes<sup>19</sup>, en contradiction avec les conclusions éclairantes et parfaitement construites du rapporteur public, Thurian Jouno<sup>20</sup>.

Le contribuable avait procédé à la cession de l'usufruit temporaire des titres de la SCI LBA le 29 décembre 2009 au prix de 460 €, soit 46 % de la valeur de la pleine propriété des titres de la SCI au capital de 1 000 € constitué le 6 octobre 2009. L'Administration a considéré que la valeur de l'usufruit temporaire devait être déterminée par l'actualisation du revenu foncier, après prise en compte d'un impôt sur les sociétés au taux de 33,33 %, soit un montant de 632 993 €.

Les éléments factuels repris par la cour manquent de précisions mais on peut suivre néanmoins la méthode appliquée par l'Administration. La cour nous indique que le montant du loyer annuel est de 187 116 € hors taxes mais qu'après déduction « des charges telles que les intérêts d'emprunt, les honoraires d'expertise comptable, les frais d'assurance liés à l'emprunt, la taxe foncière », le revenu net s'établit à 76 190 € avant impôt<sup>21</sup>. Le taux d'actualisation retenu par la cour est celui proposé par l'Administration, soit 5 % tandis que le contribuable proposait de retenir le taux de 9,45 % correspondant au taux de rendement de l'immeuble.

On peut s'assurer que l'actualisation d'un revenu de 50 796 € (correspondant à un revenu de 76 190 € duquel est déduit un impôt de 33,33 %) permet effectivement d'aboutir à une valorisation de l'usufruit au taux de 5 % sur une durée de 20 ans, durée du démembrement, de 632 993 €.

Ce « revenu » de 50 796 € est un résultat comptable net d'impôt comme le relève, sans être contredit par l'Administration, le contribuable qui estime que « pour déterminer les revenus, il faut prendre en compte l'investissement, l'endettement et l'amortissement du bien [ce dernier terme semble en l'occurrence inadéquat puisque l'amortissement du bien n'est pas un flux de trésorerie] ce qui a pour conséquence qu'elle ne pourra appréhender aucun flux de trésorerie au titre de son usufruit tant que la SCI LBA n'aura pas remboursé son emprunt ».

Pour autant, cet argument n'est pas retenu par la cour qui considère « que la société requérante n'est pas fondée à soutenir que le revenu futur attendu devait être apprécié au regard d'un résultat comptable distribuable et d'une situation de trésorerie disponible ».

Avant d'examiner en droit cet argument, relevons que cette décision est entachée d'une erreur de raisonnement manifeste puisqu'elle applique une méthode consistant à actualiser des flux de trésorerie sur des résultats comptables. Pour le rapporteur public, « l'administration a erré dans son application de la méthode DCF ». Ainsi, la critique faite à l'Administration « de n'avoir pas tenu compte des remboursements du capital emprunté [...], exacte au plan des faits, est fondée. » En toute logique Thurian Jouno considère qu'en « recourant, pour évaluer l'usufruit des droits sociaux détenus par les requérantes, à la seule méthode DCF tout en l'appliquant de manière viciée, l'administration ne démontre pas que cet usufruit était sous-évalué ». Ainsi, la méthode est intrinsèquement viciée lorsqu'on actualise non pas des flux de trésorerie mais des résultats comptables.

Pour la cour, la prise en compte « d'un résultat comptable distribuable et d'une situation de trésorerie disponible » pour

« déterminer une valeur de rendement » ne serait « applicable qu'aux seules sociétés de capitaux rémunérant leurs actionnaires ou porteurs de parts par des distributions [...] ».

Il y a là aussi, manifestement, une erreur entachant irrémédiablement cette décision car on peine à comprendre la distinction qu'il y aurait en droit entre les dividendes, les fruits, versés par une société civile de ceux versés par une société de capitaux. En outre, la Cour de cassation<sup>22</sup> rappelle que « les bénéfices réalisés par une société ne participent de la nature de fruits que lors de leur attribution sous forme de dividendes, lesquels n'ont pas d'existence juridique avant l'approbation des comptes de l'exercice par l'assemblée générale, la constatation par celle-ci de l'existence de sommes distribuables et la détermination de la part qui est attribuée à chaque associé ». Est-il utile de préciser qu'en l'occurrence cette décision concernait une société civile ?

On peut cependant essayer de comprendre le raisonnement qui a conduit l'Administration et la cour à actualiser, pour déterminer la valeur de l'usufruit des parts de la SCI, un résultat comptable et non les flux de trésorerie. Comme le relève en effet Thurian Jouno dans ses conclusions, « dans le cas où l'usufruitier de parts sociales est à même de déterminer la politique de distribution, il est raisonnable de lui prêter une volonté de maximisation de ses gains. Volonté qui implique, dans une société de personnes, une absence complète de mise en réserve, lorsque les statuts ne contraignent pas les associés à y procéder (« réserves statutaires ») ». On ne peut que partager cette approche.

Le droit de vote concernant l'affectation des bénéfices est réservée à l'usufruitier (*C. civ., art. 1844*). Dès lors, pour quelles raisons l'usufruitier renoncerait-il à affecter en dividendes l'intégralité du bénéfice distribuable ? Ainsi, c'est en réalité l'existence de ce droit qu'a actualisé l'Administration suivie par la Cour et non le flux de trésorerie, comme elle aurait dû le faire.

La difficulté est en pratique facile à résoudre lorsque le bénéfice distribuable est statutairement limité. En effet, si les statuts limitent le montant du bénéfice distribuable au montant de la trésorerie disponible à la clôture<sup>23</sup>, alors dans ce cas, l'usufruitier ne dispose pas d'autres alternatives que d'affecter en réserve la différence entre le résultat comptable et la trésorerie disponible. Cette solution non seulement ne souffre aucune critique en droit mais correspond également au calcul économique de la valeur de l'usufruit lorsque la méthode DCF est appliquée<sup>24</sup>. Il y a, en effet, parfaite cohérence entre l'estimation de la valeur de l'usufruit et les droits de l'usufruitier. Dans cette situation, le juriste et le financier ont travaillé main dans la main, le second actualisant les flux de trésorerie disponible selon les droits accordés par le premier !

Cependant, les statuts de la SCI LBA, au cas d'espèce, ne prévoyaient pas une telle limitation du bénéfice distribuable. Dès lors, pour quelles raisons l'usufruitier n'aurait-il pas affecté en dividendes l'intégralité du résultat comptable, puis inscrit celui-ci en compte courant d'associé faute de pouvoir effectivement l'appréhender pour enfin le percevoir lorsqu'il en aurait eu la possibilité ? C'est en effet le chemin qu'aurait dû emprunter l'Administration (et non actualiser des résultats comptables) : déterminer la quote-part de résultat distribuable mais non appréhendable venant s'inscrire en compte courant puis, à l'issue du remboursement de l'emprunt, actualiser au fur

19. CAA Nantes, 1<sup>re</sup> ch., 15 févr. 2018, n° 16NT01325, SARL Hôtel-Restaurant Luccotel : RJF 6/202018, 582.

20. Th. Jouno, *Acquisition de l'usufruit de droits sociaux à prix minoré : valeur à inscrire au bilan*, concl. ss CAA Nantes, 1<sup>re</sup> ch., 15 févr. 2018, n° 16NT01325, SARL Hôtel-Restaurant Luccotel : RJF 6/202018, C 582.

21. Compte tenu des montants indiqués (110 916 € de charges annuelles), il semble assez évident que les charges intègrent également l'amortissement comptable du bien, sauf à imaginer que les honoraires de l'expert-comptable représentent plusieurs dizaines de milliers d'euros, ce qui, d'expérience, est assez peu fréquent.

22. Cass. com., 10 févr. 2009, n° 07-21.806, FS-P+B, DGFIP c/ M. Cadiou : JurisData n° 2009-046999 ; Dr. fisc. 2009, n° 12, comm. 252, note R. Gentilhomme ; JCP E 2009, comm. 1287, note H. Hovasse ; Dr. sociétés 2009, comm. 71, note R. Mortier ; RJF 5/2009, n° 514.

23. Par exemple, une clause stipulant que « Le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice net de l'exercice diminué des pertes antérieures et augmenté des reports bénéficiaires dans la limite des liquidités existantes à la clôture de l'exercice ».

24. Pour plus de détail sur cette méthode, V. n° 6.



et à mesure de la perception des loyers, les remboursements de compte courant possible, y compris bien évidemment au-delà de la période de démembrement, jusqu'à complet apurement de celui-ci. L'application de la méthode DCF conduit en effet à **rechercher uniquement les flux de trésorerie disponible**, que ceux-ci proviennent d'une distribution de dividendes ou d'un apport ou d'un remboursement de compte courant **en les rattachant à la période où ils sont appréhendables**, exercice indispensable compte tenu de l'effet de l'actualisation.

Sur la base des informations données par la cour, il est possible d'estimer l'impact d'une telle opération pour la SARL Luccotel et la SCI LBA.

Si la SARL Luccotel avait chaque année affecté son droit au dividende en compte-courant, elle aurait disposé au terme des 20 ans (durée de l'emprunt) d'un compte courant de 1 000 000 € (20 × 50 000 € de résultat comptable non appréhendé faute de trésorerie pour le faire). Elle aurait ensuite pu prélever ce compte courant à raison de 100 000 € par an, montant du cash-flow généré par la SCI annuellement. La valeur de son usufruit, compte tenu de l'absence de perception du moindre flux durant les 20 premières années en raison de l'emprunt remboursé, doit donc tenir compte de la somme actualisée, de l'année 21 à l'année 30, d'un flux de 100 000 € au taux d'actualisation retenu.

### C. - Quel taux retenir pour actualiser les flux permettant de valoriser l'usufruit de parts de SCI ?

8 - Le Conseil d'État fixe comme principe que le taux d'actualisation doit être le taux interne de rentabilité (le TRI) de l'investissement, seule méthode permettant de garantir que la valeur actualisée de l'usufruit additionné à celle de la nue-propriété est égale à la valeur de la pleine propriété.

Afin d'exposer le plus clairement possible la situation, il ne semble pas inutile de rappeler ce qu'est un TRI. Le TRI est le Taux de Rentabilité Interne, exprimée annuellement, d'un projet. En mathématique financière, on dit également qu'il s'agit du taux d'actualisation qui annule la Valeur Actuelle Nette (la VAN) d'une série de flux financier.

Prenons l'hypothèse d'un investissement présentant les flux suivant :

Année	0	1	2	3	4
Flux	-100	30	40	40	40

Il s'agit d'un projet qui consiste à investir 100 afin de récupérer pendant quatre ans un flux positif de 30 la première année puis de 40 les trois années suivantes.

Le TRI de cet investissement est le taux (TRI) tel que :

$$\sum_{n=1}^4 \frac{\text{Flux } n}{(1 + \text{TRI})^n} - 100 = 0$$

En d'autres termes, on cherche le taux tel que l'actualisation des flux 1 à 4 permette d'obtenir une VAN égale au montant de l'investissement de départ, soit 100 dans cet exemple.

En l'occurrence, le TRI de cet investissement est de 17,6 %. Cela signifie que si on actualise au taux de 17,6 % les flux des années 1 à 4, nous obtiendrons une VAN de + 100, montant de l'investissement de départ.

TRI et VAN sont donc inextricablement liés : le TRI dépend du montant de l'investissement de départ. Ce qui implique qu'il est indispensable, pour déterminer un TRI, de connaître la valeur actuelle nette de départ, autrement dit la valeur de la pleine propriété des parts de la SCI.

Une telle méthode est-elle applicable s'agissant d'une SCI détenant un actif immobilier financé par emprunt ?

Pour répondre à cette question, nous devons poser en préalable comme hypothèse que la valeur de la pleine propriété de la SCI (c'est-à-dire, en fait, la VAN) est égale au montant des apports réalisés par ses associés, hypothèse en réalité communément admise lorsque la SCI vient d'être constituée, que celle-ci n'a perçu encore aucun revenu ni remboursé aucune échéance d'emprunt. Affirmer ainsi qu'une SCI au capital de 1 000 € détenant un actif de 1 000 000 € financé par un emprunt de 999 000 € vaut 1 000 € ne semble pas une hypothèse trop difficile à concevoir.

Or, dans la méthode des DCF, seuls doivent être pris en compte les flux de trésorerie. Cela implique qu'il convient de calculer le taux interne de rentabilité (TRI) de l'investissement en tenant compte non seulement des apports en capital mais également des apports en compte-courant (les investissements de départ qui vont former la VAN). Pour l'investisseur, un apport en trésorerie placé en compte courant ou en capital est équivalent ; il pourra cependant escompter récupérer ultérieurement son compte courant de manière plus simple qu'en procédant à une réduction de capital, raison pour laquelle est souvent privilégié l'apport en compte-courant plutôt qu'un apport en capital. C'est en tenant compte de l'ensemble de ces flux incluant la VAN qu'il est alors possible de déterminer un TRI.

Reprenons l'exemple de Luccotel et intégrons comme hypothèse que les associés de LBA ont financé par un apport en compte courant complémentaire à l'apport en capital de 1 000 € le montant des frais d'acquisition estimé à 10 % du prix de la construction, soit 200 000 €. Pour déterminer le TRI de leur investissement, il convient de déterminer les flux prévisionnels à l'infini, soit sur les cent prochaines années compte tenu d'une VAN de 201 000 €.

Au cours des vingt premières années, et comme on l'a vu, le revenu est nul. Au cours des treize années suivantes, le revenu passe à 125 000 € (plus de charges de remboursement, plus de charges financières mais un peu plus d'impôt compte tenu de l'absence de charges financières déductibles). À partir de la 34<sup>e</sup> année, le revenu passe à 107 000 €. En effet, la déduction relative à l'amortissement sur 33 ans du bien est terminée et l'impôt augmente. Le TRI d'un tel investissement (-201 000 €, 0 € pendant 20 ans, +125 000 € pendant 13 ans et + 107 000 € pendant 67 ans) est de 10,10 %. Dis autrement, il faut actualiser ces flux sur les 100 prochaines années au taux de 10,10 % pour obtenir une VAN de 200 000 €, montant de l'investissement de départ.

Si on indexe ces revenus sur une base annuelle de 2 % l'an, le TRI passe à 14,7 %. Ces taux peuvent sembler élevés mais n'oublions pas que le bien génère un rendement de 9,45 %. Si l'on simule la même opération mais avec un rendement locatif de 5 %, le TRI de l'investissement passe à 3,12 % sans inflation du loyer et à 5,8 % avec 2 % d'inflation du loyer.

Jusqu'à ce stade, rien ne semble indiquer qu'une telle méthode ne puisse être pratiquée. Mais qu'en serait-il si les associés de la SCI LBA avaient réussi à faire financer l'intégralité de l'opération par emprunt, sans aucun autre apport que les 1 000 € de capital ? Dans cette hypothèse, inévitablement, le TRI de l'investisseur explose ! Sans inflation du loyer, le TRI de l'opération est de 14,1 % et passe à 32 % avec 2 % d'inflation du loyer et 47 % avec 3 %. En effet, n'oublions pas qu'on recherche le taux TRI tel que la VAN, la valeur de la pleine propriété soit égale à 1 000 €. Relevons également qu'en conséquence de cette méthode, la valeur de l'usufruit temporaire des parts de la SCI est une valeur qui, en tout état de cause, ne saurait dépasser la valeur de la pleine propriété de la SCI, soit 1 000 €, montant de la VAN de l'investissement.

Pour autant, est-il raisonnable d'exiger que l'acquisition de l'usufruit temporaire des parts de la SCI par la société d'exploitation soit réalisée sur la base du taux de rendement interne de l'investissement

par les associés de la SCI qui peut, comme on vient de le voir dans l'hypothèse d'un financement externe intégral, être extraordinairement plus élevé voir anormalement élevé ? La société d'exploitation ne doit-elle réaliser l'acquisition de l'usufruit temporaire des parts de la SCI, qui lui confère des droits et des pouvoirs essentiels, qu'à la condition d'obtenir un rendement interne identique à celui des associés initiaux de la SCI, à 14 %, 32 % ou 47 % par an pour reprendre ces derniers exemples ?

L'hypothèse d'un TRI excessivement élevé n'a rien d'extraordinaire et se trouve même être assez courante tant l'effet de levier de la dette est puissant. « L'endettement procure un effet démultiplicateur pour les actionnaires lié au fait qu'ils n'apportent qu'une partie des sommes sur lesquelles porte un investissement. Cet effet est d'autant plus important que le taux d'intérêt auquel est souscrit l'emprunt est faible et que la rentabilité économique de l'investissement est importante »<sup>25</sup>.

Prenons l'hypothèse d'une entreprise acquise par un fonds d'investissement sur une valorisation de sept fois l'Ebitda ou de dix fois ses cash-flows. Son Ebitda est de 100, soit une valorisation de 700, tandis que son cash-flow après impôts est de 70. L'acquisition est financée par emprunt à hauteur de 450 sur sept ans au taux de 1,5 % par an, le fond n'investissant en capital que 250. À l'issue des sept ans, l'entreprise est revendue sur la base du même multiple : dix fois ses cash-flows. On suppose que le revenu progresse uniquement de 0,5 % par an. Quel est le TRI de l'investissement ?

En l'absence d'endettement, il est de 0,5 %, taux de croissance du revenu. Du fait de l'effet de levier de la dette, il atteint 15 %, objectif habituel de TRI d'un fond.

Année	0	1	2	3	4	5	6	7	VT
Flux		70	71	71	71	72	72	72	725
Emprunt		- 68	- 68	- 68	- 68	- 68	- 68	- 68	0
Flux net	-250	+ 2	+ 3	+ 3	+ 3	+ 4	+ 4	+ 4	+ 725

L'effet de levier de la dette est la technique qui rend possible d'obtenir un TRI de 15 % en investissant dans une entreprise acquise 700 et revendue sept ans plus tard 725 avec une croissance du revenu limitée à 0,5 %. Notons que si le taux de croissance du revenu atteint 10 % par an, le TRI s'envole et atteint 28,9 % : une bonne affaire pour le fonds !

Dans cet exemple, le « levier » est égal à 450/250, soit 1,8. Pour 1 € de capital investi, 1,80 € de dettes sont levées. En matière d'acquisition immobilière au travers d'une SCI, le levier est plus souvent de 10 lorsque l'associé finance les frais d'acquisitions mais peut être de 1 000 (1 million emprunté pour 1 000 € investi) voire plus encore, si la banque finance à 110 %, frais inclus.

Sauf à accepter de valoriser l'usufruit des parts de la SCI à un taux excessivement voir anormalement élevé, il semble indispensable en réalité de remettre en question l'hypothèse de départ qui veut qu'une SCI au capital de 1 000 € a une valeur en pleine propriété de 1 000 €.

Cette valeur de 1 000 € n'est autre en effet que la valeur patrimoniale de la SCI, et la valeur patrimoniale n'est pas la valeur vénale. Comme pour toutes les sociétés, il convient donc de reconnaître que la valeur de la SCI est « la somme de tout l'argent qu'elle gagnera dans le futur ». Dit autrement, la valeur de la SCI est la somme actualisée des flux futurs à l'infini, méthode de valorisation des DCF, seule méthode

à même de donner une valeur pertinente, de marché et donc une valeur vénale de la pleine propriété d'une SCI.

Ne pas accepter que la valeur d'une SCI au capital de 1 000 € détenant un bien immobilier intégralement financé par emprunt ne vaut plus 1 000 € dès que la porte du notaire ayant enregistré l'acte authentique est franchie, c'est accepter une hypothèse en vérité inacceptable : que la valeur de l'usufruit, calculé par actualisation des cash-flows prévisionnels à un taux « raisonnable » ou « normal » soit supérieure à la valeur de la pleine propriété. C'est surtout commettre une erreur de raisonnement en acceptant de comparer d'un côté une valeur de rendement, méthode DCF, avec une VAN déterminé selon une valeur patrimoniale. La cohérence implique de déterminer la valeur de l'usufruit et de la pleine propriété selon la même méthode : par actualisation des cash-flows.

La conclusion s'impose désormais d'elle-même : il n'est pas possible d'actualiser les flux d'une SCI au TRI compte tenu du fait qu'on ne connaît pas la valeur de la pleine propriété de la SCI.

Si on accepte cette évidence, force est de rechercher un taux différent du TRI de l'investissement.

Deux solutions sont alors possibles : chercher un taux externe ou retenir le taux de rendement du sous-jacent, le taux de rendement de l'immeuble.

Force est de constater que l'arbitraire est la règle lorsqu'on cherche à construire un taux en s'appuyant sur des éléments de marché externe.

Ainsi, comment comprendre que la cour d'appel de Nantes retienne, d'une part, le 15 février 2018 un taux de 5 % correspondant « au bas de la fourchette comprise entre 5 % et 7 % habituellement retenue [...] par agrégation, d'une part, d'un taux couvrant l'inflation et le coût du temps par référence au taux du marché des emprunts et, d'autre part d'une prime de risque » et, d'autre part, le 31 mai 2018 un « taux d'actualisation de 8 % intégrant un taux sans risque et une prime de risque » tout en rajoutant « l'indexation du loyer sur l'indice du coût de la construction évaluée à 1,5 % par an sur l'ensemble de la période, sans que ce taux se confonde avec celui de l'inflation » ? Ainsi, à deux mois et demi d'écart, le taux d'actualisation, pourtant parfaitement justifié dans les deux cas par référence au marché, est fixé par la cour à 5 %, inflation comprise, puis à 8 % + 1,5 %, soit près du double ! Le peu de vraisemblance d'une évolution aussi significative des conditions de marché entre le 15 février et le 31 mai 2018 démontre la difficulté de construire un taux en s'appuyant sur des éléments de marché externe.

Comme nous l'écrivions<sup>26</sup>, retenir le taux de rendement du bien pour actualiser les flux de trésorerie futurs semble, en définitive, la moins pire des solutions. C'est en tout état de cause la méthode qui ouvre le moins la porte à l'arbitraire et donc à même de sécuriser les contribuables.

Ainsi, la méthode DCF lorsqu'elle est correctement appliquée, est la méthode qui permet « d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où l'acquisition est intervenue ». Elle respecte l'intérêt économique de l'acquéreur en lui garantissant une succession de flux financiers actualisée au taux de rendement du bien acquis par la SCI, sur toute la durée du démembrement.

9 - Deux autres arguments militent pour retenir le taux de rendement interne du bien pour actualiser les flux de trésorerie de la SCI. En premier lieu, c'est la méthode qui se rapproche le plus de celle préconisée par le Conseil d'État : rechercher le même taux de rendement interne pour l'usufruitier et le nu-propriétaire. Or, retenir un taux de marché indépendant du taux de rendement du bien reviendrait en pratique à valoriser l'usufruit à un taux qui pourrait être différent de celui du nu-propriétaire dont le rendement réel, au-delà

25. [www.lafinancepourtous.com/decryptages/entreprise/gestion-et-comptabilite/effet-de-levier](http://www.lafinancepourtous.com/decryptages/entreprise/gestion-et-comptabilite/effet-de-levier).

26. V. n° 6.



de la période de remboursement de l'emprunt, sera *in fine* celui de rendement du bien. En second lieu, le taux de rendement du bien n'est-il pas en réalité le taux de marché afférent à ce bien, tenant compte de ces spécificités (localisation, état du bien, etc.) et de l'appétence des investisseurs pour ce type d'investissement ? Ainsi, il n'est pas rare de voir des rendements locatifs de l'ordre de 3 % à 4 % sur les marchés d'immeubles parisiens (en raison de leur rareté) tandis que les rendements locatifs de locaux commerciaux atteignent plutôt 7 % ou 8 %. Le taux de rendement du bien traduit en réalité le taux du marché de ce bien incluant de manière implicite un taux sans risque couvrant l'inflation et une prime de risque spécifique à ce bien.

#### D. - La valorisation de l'usufruit par la seule valorisation des droits financiers permet-elle d'appréhender l'intégralité de la valeur de l'usufruit ?

**10** - Une dernière interrogation mérite d'être soulevée. Pour Thurran Jouno<sup>27</sup>, la méthode DCF présente une limite en ce qu'elle « ne permet de valoriser qu'une seule des facettes de l'usufruit de parts sociales, à savoir le droit au bénéfice des résultats distribués et non mis en réserve. Elle ne permet pas d'appréhender les autres avantages conférés par la détention de l'usufruit, et notamment le pouvoir d'administration du bien que l'usufruit donne à son détenteur ».

Cette remarque fait écho à un article publié en juillet 2012 dans la Revue de droit fiscal<sup>28</sup>, dans lequel l'auteur, Denis Barthélemy qualifie cette approche « uniciste » de « réductionnisme analytique » en ce qu'elle réalise « un glissement de la définition légale (le droit de jouir des choses sous réserve d'en conserver la substance) à une définition exclusivement financière (le droit de percevoir les revenus) ».

Il n'est évidemment pas question de nier l'existence de ces droits et de ces pouvoirs que procure la détention de l'usufruit à la société qui l'acquiert. C'est même l'une des raisons essentielles qui l'a motivée à réaliser cette opération : détenir un pouvoir d'administration sur le bien qu'elle occupe supérieur à celui qu'elle avait en n'étant que locataire. Pour autant, lorsqu'on valorise la valeur en pleine propriété du bien par actualisation du revenu, on procède à une évaluation strictement financière de celle-ci, et alors même que les pouvoirs d'un plein propriétaire sont supérieurs à ceux d'un usufruitier, il ne viendrait à

l'idée de personne de rajouter un complément de valeur en raison des droits de propriété qu'on détient. Pourquoi l'évaluation d'un usufruit déterminée par actualisation d'un revenu futur serait-elle incomplète quand la même méthode pour déterminer une valeur en pleine propriété donnerait-elle une valeur globale, pleine et entière ?

En réalité, la détention d'un bien procure comme premier avantage le droit d'en percevoir les fruits. On peut ainsi considérer que les pouvoirs d'administration du bien n'ont en réalité comme raison d'être que de garantir au propriétaire la jouissance paisible et durable dans le temps de ce bien ; ils sont ainsi intrinsèquement inclus dans la valorisation financière puisque sans eux, aucune garantie de percevoir les fruits dans la durée n'est envisageable.

Le doyen Aulagnier le répète inlassablement : « À quoi sert de posséder si ce n'est de jouir ? ». Ainsi, il faut voir le démembrement de propriété comme un partage dans le temps des fruits que la propriété procure ; l'usufruitier étant propriétaire des fruits durant un temps limité à son usufruit, qu'il soit viager ou à durée fixe, le nu-propriétaire l'étant de l'extinction de l'usufruit jusqu'à l'extinction de la chose démembrement.

Jean Aulagnier ne dit pas autre chose<sup>29</sup> : « Le fait que le droit de propriété se décompose en deux droits distincts (droit de jouissance et droit de disposer) n'est pas contesté, pour autant nous avons du mal à admettre que ces droits puissent être séparés au point de figurer dans des mains différentes. Nous avons la conviction que ces droits de jouissance et de disposition sont « consubstantiels », au sens d'inséparables, d'indissociables. [...] Nous proposons une autre approche, **franchement économique**, fondée sur la division entre plusieurs mains tant des droits de jouissance que du droit de disposer. Économiquement, financièrement, le démembrement consacrerait simplement une division entre deux personnes, au moins, des utilités, c'est-à-dire, principalement pour des biens frugifères, des revenus futurs prenant en compte leur période de perception. »

Sous cet angle, nul doute que la valorisation exclusive des fruits procurés par le bien suffit amplement et franchement à appréhender l'intégralité de la valeur des droits détenus tant par l'usufruitier que par le futur plein propriétaire.

**MOTS-CLÉS :** Usufruit - Valorisation - Méthode

27. Th. Jouno, *Acquisition de l'usufruit de droits sociaux à prix minoré : valeur à inscrire au bilan, concl. ss CAA Nantes, 1<sup>re</sup> ch., 15 févr. 2018, n° 16NT01325, SARL Hôtel-Restaurant Luccotel, préc.*

28. D. Barthélemy, *Évaluation économique de l'usufruit : la nécessité d'une approche dualiste* : Dr. fisc. 2012, n° 29, étude 379.

29. V. J. Aulagnier, *Pour une approche « franchement » économique du démembrement de propriété* : [www.aurep.com/newsletters/pour-une-approche-franchement-economique-du-demembrement-de-propriete/](http://www.aurep.com/newsletters/pour-une-approche-franchement-economique-du-demembrement-de-propriete/).