


Fabian Schmid

Dr rer. pol., CVA
 directeur et cofondateur de wevalue AG,
 enseignant à la Haute école d'économie
 FHNW, Brugg
 fabian.schmid@wevalue.ch


Tobias Hüttche

Prof. Dr rer. pol., expert-comptable et CVA
 directeur de l'Institut de gestion financière de
 la Haute école d'économie FHNW, Bâle
 tobias.huettche@fhnw.ch


Oscar Puyal

expert-comptable diplômé
 responsable des mandats de conseil en
 entreprise et cadre auprès de OBT, St-Gall
 oscar.puyal@obt.ch

Évaluation de l'entreprise

Prise en compte de l'immobilier dans l'évaluation d'une PME

Il n'est pas rare que les immeubles constituent une part considérable des actifs et de la valeur d'une entreprise, d'où leur importance lors de l'évaluation de PME. Le présent article révèle comment il convient d'en tenir compte de façon adéquate à cette occasion et où se situent les écueils éventuels.

Outre les actifs classiques tels que liquidités, créances, stocks et immobilisations corporelles mobilières, les entreprises possèdent souvent aussi des immeubles, auquel cas ceux-ci constituent en règle générale l'un des postes les plus lourds du bilan et du compte de résultat¹.

L'immobilier peut soit s'imposer par le mode d'exploitation, soit représenter un investissement (terrain non bâti, appartements loués à des tiers, etc.). Ce dernier cas ne pose aucun problème en termes de technique d'évaluation: les immeubles non nécessaires à l'exploitation sont évalués séparément et inclus comme valeur spéciale dans la valeur de l'entreprise.

Les choses sont un peu plus compliquées en présence d'immeubles imposés par le mode d'exploitation car ceux-ci font certes partie de l'entité économique mais sont souvent évalués séparément. La raison? Une explication pourrait être que l'évaluation d'un immeuble semble suivre ses propres lois, d'où la nécessité d'une évaluation distincte. Une autre, que l'abandon d'immeubles à usage d'exploitation obéit à des considérations de conception explicables par des plans de succession (un enfant se voit attribuer l'entreprise, l'autre le bien immobilier), peut avoir pour but l'allègement du bilan avant la vente de l'entreprise, ou encore reposer sur des évaluations requises par la loi dans le souci

de faire acte de «highest and best use» lors du calcul des valeurs vénales.

Cet article entend montrer de quelle manière il convient de prendre correctement en compte les immeubles dans l'évaluation d'une entreprise et quelles sont les incidences du démembrement – envisagé ou effectif – d'un bien immobilier. Avouons dès à présent que nous voulons attirer l'attention sur le fait qu'il ne faut pas seulement se focaliser sur l'immeuble, mais veiller aussi aux effets ad valorem sur ce qu'il reste de l'exploitation. Nous y reviendrons à l'aide d'un exemple chiffré concret après un bref résumé des bases théoriques.

1. Méthode d'évaluation

La valeur de l'entreprise consiste en la valeur des activités opérationnelles et d'éventuels actifs non nécessaires à l'exploitation. Dans l'optique d'un investisseur, la valeur des activités opéra-

tionnelles correspond à l'afflux des avantages économiques escomptés, qui peut être calculé sur la base de modèles DCF ou de valeur de rendement: les flux financiers attendus sont actualisés au taux d'intérêt inhérent aux coûts du capital à la date de l'évaluation.

C'est surtout lors de l'évaluation d'entreprises familiales bien établies ou de PME que l'on est souvent confronté à la situation où celles-ci, en parallèle à leur activité opérationnelle proprement dite, détiennent des actifs n'ayant aucun lien direct avec cette activité. Songeons par

exemple à des excédents de trésorerie, des placements en titres ou immobiliers².

De tels actifs non nécessaires à l'exploitation sont de nature à fausser de diverses manières l'évaluation selon la méthode standard DCF. Surtout, les actifs non nécessaires à l'exploitation n'apparaissent souvent pas, ou du moins pas en totalité, dans le compte de résultat et la figure des flux de trésorerie, à l'exemple des liquidités, qui ne dégagent actuellement aucune marge en raison du bas niveau des taux d'intérêt. Si l'on ne prenait pas séparément en compte ces liquidités excédentaires, leurs maigres rendements seraient actualisés au taux du coût en capital des activités opérationnelles et par là-même presque entièrement dévalorisés sur le plan arithmétique.

On pourrait bien entendu œuvrer avec des coûts du capital différenciés, mais leur dérivation se révèle si complexe pour l'activité opérationnelle qu'il vaut mieux – du moins pour l'évaluation de PME – éviter de telles voies.

2. Classification des biens immobiliers de l'entreprise

On distingue les biens immobiliers de l'entreprise selon qu'ils sont plus ou moins nécessaires à l'exploitation. Sont réputés nécessaires à l'exploitation les biens-fonds et les immeubles servant directement à la réalisation des prestations d'exploitation et effectivement utilisés à cette fin³. Les biens immobiliers non nécessaires à l'exploitation sont les terrains et les bâtiments dont on n'a pas besoin pour l'activité principale ou qui ne sont plus d'aucun intérêt⁴.

Lors d'une transaction effective, la délimitation des actifs à transférer est affaire de négociation. Pour estimer une valeur vénale dans le cadre d'une évaluation objective, il faut en revanche formuler des hypothèses. Penchons-nous tout d'abord sur la délimitation et la prise en compte des biens immobiliers non nécessaires à l'exploitation.

2.1 Biens immobiliers non nécessaires à l'exploitation

La question de savoir si des actifs sont nécessaires ou non se juge en principe sur le plan fonctionnel: un actif non nécessaire se distingue par le fait qu'il peut être aliéné sans que cela ne nuise à la finalité de l'entreprise⁵. La délimitation peut aussi se faire, à titre subsidiaire, selon la valeur: d'ordinaire, un actif non nécessaire à l'exploitation est moins rentable qu'un actif nécessaire à l'exploitation⁶. Ce critère devrait notamment s'appliquer à des excédents de trésorerie ou à des immeubles.

Pour une délimitation fonctionnelle, peu importe de savoir si l'aliénation était réellement planifiée. Le fait que les actifs soient effectivement utilisés

n'est pas encore suffisant en soi. La bonne orientation serait de miser sur un concept entrepreneurial optimisé – sinon optimal – qui admette comme envisageables des restructurations réalisables et usuelles dans la branche⁷.

Le Tribunal fédéral a-t-il déjà pris position de façon manifeste sur les actifs non nécessaires à l'exploitation? À notre connaissance, cela s'est produit une fois, à titre plutôt anecdotique d'ailleurs (un vin utilisé par une entreprise viticole pour des dégustations n'est pas reconnu comme nécessaire à l'exploitation)⁸. Un autre arrêt recourt à un argumentaire analogue à celui de la délimitation fonctionnelle (des locaux ne répondant à aucune nécessité opérationnelle et loués à des tiers ont été reconnus comme non nécessaires à l'exploitation)⁹. Dans une autre affaire, des répercussions ad valorem sur l'activité opérationnelle ont été jugées suffisantes pour fonder la nécessité d'exploitation: concrètement, deux appartements situés au-dessus d'un garage ont été qualifiés de nécessaires à l'exploitation car «il n'est pas exclu qu'en cas de vente de l'entreprise cette partition soit opposable au vendeur comme équivalant à une dépréciation majeure»¹⁰.

L'évaluation des actifs non nécessaires à l'exploitation repose sur le produit net estimé de la vente, autrement dit sur l'estimation du prix de vente après déduction des frais de cession et des impôts y afférents. Le temps présumé de réalisation de la vente joue un rôle important dans l'estimation du prix. Le calcul de valeurs subjectives reposera sur les planifications concrètes; au reste, on pourra présumer une vente dans le cadre de la marche normale des affaires. Il en va de même, selon le Tribunal fédéral, pour le calcul de valeurs objectivées¹¹. Les valeurs de liquidation ou d'occasion à réaliser à court terme et moyennant escompte sont déterminantes dès lors que l'aliénation est prévue pour la date d'évaluation ou était inéluctable. Sinon, on peut s'en remettre à «un prix de vente réalisable dans des circonstances normales et sans prise en considération de la situation personnelle»¹².

Sachant que les actifs non nécessaires à l'exploitation n'alimentent pas les excédents financiers opérationnels ou présentent une autre structure de risque, il faut les exclure du calcul de l'activité opérationnelle et les évaluer séparément. La valeur globale de l'entreprise résulte alors de la valeur de l'activité opérationnelle et de celle des actifs non nécessaires à l'exploitation, par exemple un excédent de liquidités, des titres ou des immeubles loués à des tiers¹³.

2.2 Biens immobiliers à usage d'exploitation

Les choses se compliquent un peu pour des immeubles nécessaires à l'exploitation et utilisés comme tels. Ils sont souvent l'occasion de réfléchir à des changements structurels, à savoir une

séparation entre gestion opérationnelle et propriété immobilière, le principe étant que cela est du ressort des parties en cas de transaction effective. Quant à savoir ce qui fait l'objet de la transaction et comment le transfert s'opère, c'est là affaire de négociation.

L'estimation objectivée d'une valeur vénale, p. ex. dans le cadre d'évaluations requises par la loi, contraint en revanche à échafauder des hypothèses. Ce faisant, l'entreprise doit être évaluée «en l'état». Des optimisations supposées ne sauraient conduire à sa transformation complète ni à une autre structure de risque, ce qui serait sans doute le cas lors d'une séparation en société d'exploitation et société propriétaire. Si l'immeuble sert de sûreté pour des crédits d'exploitation, il est clair qu'il est nécessaire à cette exploitation et doit rester la propriété de l'entreprise¹⁴.

Mais revenons à la question soulevée en introduction, qui est de savoir s'il faut procéder à une évaluation distincte de l'immeuble. Sans nul doute, une première évaluation sur la base du rendement de l'entreprise fait sens¹⁵. Elle présente l'avantage de ne pas avoir à séparer les flux financiers. D'autre part, d'éventuelles interdépendances entre immeuble et exploitation demeurent masquées en cas d'évaluation intégrée et la question n'est toujours pas tranchée de savoir quelle est la part de valeur de l'entreprise qui échoit à l'immeuble et quelle est celle qui revient à la gestion opérationnelle proprement dite.

La valeur de l'immeuble de l'entreprise se détermine d'une part sur la base de son usage actuel dans le cadre du secteur économique considéré, d'autre part sur la base d'un usage alternatif. L'usage alternatif, p. ex. par un acquéreur, devrait être inclus dans l'évaluation si, de ce fait, l'usage se révèle être d'une valeur plus élevée («highest and best use»)¹⁶.

S'il s'agit d'un bien immobilier monofonctionnel, l'évaluation devrait reposer sur sa valeur de marché et son usage actuel, à l'exemple d'un hôtel réaménagé en foyer pour personnes âgées, hospice, pension ou en appartements pour étudiants. Si l'on est au contraire en présence d'un bien immobilier multifonctionnel permettant des usages alternatifs, le choix de la définition de la valeur et des méthodes de calcul de la valeur dépend de savoir dans quelle mesure, compte tenu des coûts de réalisation, il est possible d'obtenir des prix de transaction justifiables du point de vue économique¹⁷.

3. Exemple d'évaluation d'entreprise détenant des biens immobiliers

3.1 Remarques préalables

Dans cette section, nous montrons, à l'aide d'un exemple chiffré concret, comment prendre dûment

Figure 1: Bilan et compte de résultat avec l'immobilier (en KCHF)

Bilan (valeurs comptables)			
Actif circulant	1500	Capitaux étrangers à court terme (sans intérêts)	1000
Immobilisations mobilières	1000	Engagements financiers (crédit d'exploitation)	500
Immobilier (hypothèse de valeur vénale = KCHF 2000)	1500	Fonds propres	2500
Actifs	4000	Passifs	4000

Compte de résultat	
Chiffre d'affaires	5000
Charges d'exploitation	-4060
Charges immobilières	-25
EBITDA	915
Amortissements immobilisations mobilières	-200
Amortissements immobilier	-75
EBIT	640
Charge d'intérêts	-15
EBT	625
impôts (20%)	-125
Bénéfice net	500

en compte l'immobilier d'entreprise lors d'une évaluation. À la base, on trouve la méthode d'évaluation DCF recommandée par la communication professionnelle concernant l'évaluation de PME et considérée comme la meilleure pratique, qui s'appuie de manière cohérente sur les flux financiers à venir¹⁸. Pour simplifier, il est supposé que les cashflows resteront constants à partir du premier exercice futur et qu'amortissements et investissements concorderont en conséquence. Il s'ensuit que le NOPAT (résultat net d'exploitation) et le bénéfice net correspondront respectivement au free cashflow et au rapport free cashflow to equity. Ces paramètres – par analogie à la valeur résiduelle selon la méthode DCF ou la méthode de la valeur de rendement – seront donc perpétuellement capitalisés avec le coût du capital y afférent, afin d'obtenir la valeur brute de l'entreprise (méthode de l'entité économique) et la valeur nette de l'entreprise (méthode de la mise en équivalence).

3.2 Situation initiale

La figure 1 ci-dessus reproduit (en KCHF) le bilan et le compte de résultat d'une PME opérant dans le secteur de la production. Les valeurs inscrites au bilan sont des valeurs comptables. L'immobilier consiste en le hall de production à usage d'exploitation, qui, pour simplifier, est présumé financé entièrement par des fonds propres¹⁹. Une estimation externe de l'immeuble en chiffre la valeur vénale à 2000 KCHF. Il semble donc que ce poste fasse état de réserves latentes (réserves forcées). Aucune réserve latente n'est décelable sur l'actif circulant et les immobilisations mobilières. Les engagements financiers servent au financement de l'activité opérationnelle, autrement dit en premier lieu à l'actif circulant net. Quant aux valeurs portées en compte de résultat, il s'agit de valeurs d'exploitation apurées. Il est permis de penser que ces chiffres sont pérennes, c'est-à-dire réalisables à demeure. Les charges

associées à l'immobilier d'entreprise (entretien, réparations, etc.) s'élèvent à 25 KCHF, les amortissements à 75 KCHF.

Le coût du capital (voir la figure 2) est estimé sur la base de données du marché et d'entreprises comparables («peer group»).

Figure 2: Estimation du coût du capital (immobilier inclus)

Coût du capital		
Coût des fonds propres	12,50%	
Coût des capitaux étrangers	3,00%	
Taux d'imposition	20,00%	
Valeur de marché des capitaux propres	500	11,11%
Valeur de marché des fonds propres	4000	88,89%
WACC	11,38%	

Le coût des capitaux étrangers correspond au rapport entre la charge d'intérêts et les engagements financiers. Le coût des fonds propres se compose d'un taux d'intérêt sans risque et d'une prime de risque (à partir p. ex. du CAPM ou de la méthode simplifiée des coûts additionnels). L'important étant que le coût des fonds propres et le coût des capitaux étrangers soient intégrés avec leurs pondérations respectives (valeurs de marché) dans le calcul du WACC (coût moyen pondéré du capital). Concernant les capitaux étrangers, supposons pour simplifier que la valeur de marché équivale à la valeur de marché des engagements financiers (selon la méthode DCF, les composants des capitaux étrangers sans intérêts tels que les créanciers sont intégrés à l'évaluation comme éléments du cashflow).

Les choses se compliquent un peu pour les fonds propres. Leur valeur de marché équivaut non pas à la valeur comptable corrigée des réserves latentes, mais à la valeur nette de l'en-

treprise résultant de l'évaluation. Sachant toutefois que cette valeur nette n'est pas encore connue mais représente le résultat à proprement parler de la fonction d'évaluation, il faut d'abord soit l'estimer (p. ex. sur la base du peer group ou des valeurs usuelles de la branche), puis l'itérer jusqu'à ce que le résultat corresponde à l'évaluation, soit présumer un coût constant des fonds propres en calculant d'abord la valeur nette de l'entreprise par la méthode de la mise en équivalence et en incluant cette valeur de marché à titre de facteur de pondération des fonds propres dans le calcul du WACC.

Il convient à présent d'évaluer l'immobilier en tant que partie intégrante de l'entreprise, c'est-à-dire en y ajoutant le reste de l'exploitation. Selon une autre variante de modélisation, l'immeuble sera directement inscrit à sa valeur vénale estimée de 2000 KCHF et le reste de l'exploitation sera évalué sans l'immeuble. Cela correspond quasiment à une transaction «sale and lease back», lors de laquelle l'immeuble est externalisé vers une société sœur ou une société tierce puis reloué aux conditions du marché.

3.3 Évaluation de l'immobilier d'entreprise avec le reste de l'exploitation

Ce calcul est plutôt simpliste. Comme l'immobilier d'entreprise est évalué avec le cashflow résiduel du site de production, il n'est pas nécessaire de procéder au préalable à une répartition des revenus, charges et cashflows en «immobilier d'entreprise» et «reste de l'exploitation». En lieu et place on peut se concentrer directement sur les chiffres de bénéfice ressortant du compte de résultat ou, plus exactement, sur les chiffres de cashflow du bilan et du compte de résultat. Si l'on capitalise le bénéfice net ou le free cashflow to equity de 500 KCHF avec le coût des fonds propres de 12,5%, on obtient une valeur nette de l'entreprise de 4000 KCHF. Un résultat identique procède de la capitalisation du NOPAT ou du free cashflow de 512 KCHF avec le WACC de 11,38%, après soustraction des engagements financiers (voir la figure 3).

Figure 3: Évaluation de l'entreprise avec prise en compte de l'immobilier

Méthode de la mise en équivalence	
Bénéfice net (hypothèse = Free Cashflow to Equity)	500
Coût des fonds propres	12,50%
Valeur nette de l'entreprise	4000

Méthode de l'entité économique	
EBIT	640
Impôts (20% sur EBIT)	-128
NOPAT (hypothèse = Free Cashflow)	512
WACC	11,38%
Valeur brute de l'entreprise	4500
Engagements financiers	-500
Valeur nette de l'entreprise	4000

Figure 4: Bilan pondéré de la valeur de marché avec rendements propres aux actifs et coût du capital immobilier inclus

Bilan (valeurs de marché) avec rendements propres aux actifs et coût du capital					
Actif circulant net (AC moins CE)	500	4,00%	Engagements financiers (crédit d'exploitation)	500	2,40%
Immobilisations mobilières	1000	10,00%	Fonds propres (valeur de marché)	4000	12,50%
<i>Immobilier</i>	2000	6,00%			
Goodwill	1000	27,20%			
Actifs (valeurs de marché) ou WARA	4500	11,38%	Passifs (valeurs de marché) ou WACC	4500	11,38%

Étant donné que les valeurs de marché retenues comme hypothèse pour pondérer les taux de coût dans le calcul du WACC équivalent aux engagements financiers ou, plus exactement, à la valeur nette de l'entreprise en résultant, les deux méthodes (mise en équivalence et entité économique) conduisent au même résultat. Il s'agit là, dans la pratique, d'un précieux contrôle de plausibilité pour vérifier si les hypothèses sont cohérentes et si la structure de capital présumée pour déterminer le coût du capital concorde avec le résultat de l'évaluation.

3.4 Bilan aux valeurs de marché et rendements propres aux actifs

Ainsi qu'il résulte de l'évaluation de l'entreprise, la valeur de marché des fonds propres (= valeur nette de l'entreprise), soit 4000 KCHF, est supérieure à la valeur comptable des fonds propres, qui est de 2500 KCHF. Sur la différence de 1500, 500 KCHF échoient par hypothèse à l'immobilier d'entreprise (différence entre la valeur comptable de 1500 KCHF et la valeur vénale de 2000 KCHF obtenue selon l'expertise externe). La différence résiduelle de 1000 KCHF entre la valeur de marché et la valeur comptable échoit au goodwill ou à d'autres immobilisations incorporelles portées au bilan. Chacune des valeurs de marché ressort du bilan présenté dans la figure 4 que voici.

Il est de notoriété publique qu'un bilan doit toujours être équilibré et que les actifs et les passifs doivent donc afficher le même montant. Ce mantra est transposable aux attentes de rendement des valeurs patrimoniales. Le WACC calculé au passif peut être considéré comme la moyenne pondérée des rendements requis pour chacun de ces actifs (= weighted average return on assets, WARA)²⁰. Une entreprise représente en quelque sorte un portefeuille constitué de

divers actifs. Par conséquent, le rendement moyen pondéré de ce portefeuille (valeurs matérielles et immobilisations incorporelles) devrait, de par sa conception, correspondre aux coûts moyens pondérés de toutes les formes de capital en présence (capitaux étrangers et fonds propres), c'est-à-dire au WACC. La figure 5 illustre de façon schématique cette condition préalable à l'équilibre²¹.

À présent, la question est de savoir comment déterminer chacun des rendements propres aux actifs. Sachant qu'ils coïncident non pas avec les rendements comptables mais avec ceux escomptés par les acteurs du marché ou, plus exactement, les investisseurs, une estimation s'impose par analogie aux coûts du capital. En général, il faudrait prendre en considération le profil de risque propre à chacune des catégories d'actifs pour estimer les rendements adéquats. La liquidité des actifs inscrits au bilan peut servir d'indice. L'actif circulant net serait sans doute le plus liquide, les valeurs immatérielles les moins liquides. Associés à cela la capacité de financement par des capitaux étrangers et la stabilité des flux financiers et des sources de revenus générés par chacun des actifs.

Le profil de risque des actifs d'une entreprise croît en général à mesure que l'on descend dans le bilan. En même temps, le type de financement de ces actifs se déplace des capitaux étrangers vers les fonds propres lorsque le profil de risque croît²². Les immobilisations corporelles, notamment les biens immobiliers, peuvent servir de sûretés lors de l'acquisition de capitaux étrangers. C'est là la grande différence avec les valeurs incorporelles telles que le goodwill, qui sont difficiles à cerner et doivent donc souvent être financées par des fonds propres. La figure 6 synthétise le rapport entre

rendement et risque pour les différentes catégories d'actifs.

Il n'existe pas de référence universelle pour situer le rendement de chacune des catégories d'actifs. Mais on peut sans doute affirmer que le rendement de l'actif circulant net s'oriente sur le coût des capitaux étrangers et que les valeurs immatérielles ainsi que le goodwill doivent générer des rendements propres aux actifs qui égalent ou dépassent le coût des fonds propres²³. De sorte que l'on recourt à l'analyse «WACC to WARA» principalement dans le cadre d'allocations de prix d'acquisition selon la norme IFRS, afin d'examiner la plausibilité du résidu de goodwill au moyen de l'autre résidu que constitue son coût du capital.

Les immobilisations corporelles et incorporelles devraient se situer quelque part entre l'actif circulant et le goodwill, sachant que les immeubles, vu la garantie accrue que constitue le gage immobilier et leur plus grande polyvalence, laissent sans doute escompter un rendement inférieur à celui de machines.

Revenons à notre exemple. Maintenant que sont connus le WACC et donc le WARA ainsi que les valeurs de marché de chacun des actifs, il convient de franchir une dernière étape, à savoir estimer les rendements propres aux actifs. À supposer un rendement de 4% sur l'actif circulant net, de 6% sur l'immobilier et de 10% sur les immobilisations mobilières, le goodwill, en tant que valeur restante, doit générer un rendement de 27,2% pour que le WARA corresponde au WACC (cf. figure 4).

L'usage veut que le rendement du capital présumé pour le goodwill ne soit pas trop supérieur au WACC. Dans notre exemple, la raison en réside d'une part dans les rendements présumés bas des autres actifs (notamment l'immobilier, qui représente presque la moitié des actifs pondérés de la valeur de marché). D'autre part, cela s'explique par l'hypothèse simplificatrice d'une rente éternelle et par le fait que l'on part à jamais d'un gain supérieur à celui du marché (RONIC > WACC ou plutôt rendement des fonds propres > coût des fonds propres). Dans la «vraie vie», cela serait l'occasion de réfléchir à la modélisation de la valeur résiduelle.

Il n'est sans doute pas totalement absurde de s'orienter, pour l'actif circulant net, sur le coût des capitaux étrangers et, pour l'immobilier, sur les rendements usuels dans le secteur d'activité de l'entreprise ou sur les taux d'escompte utili-

Figure 5: Rapprochement entre WARA et WACC

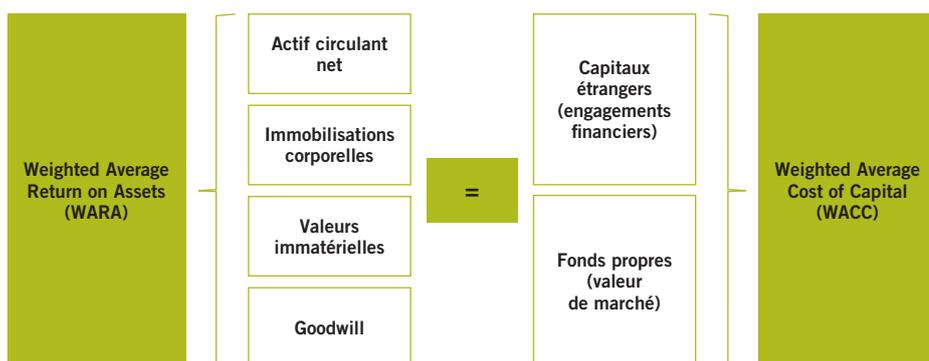
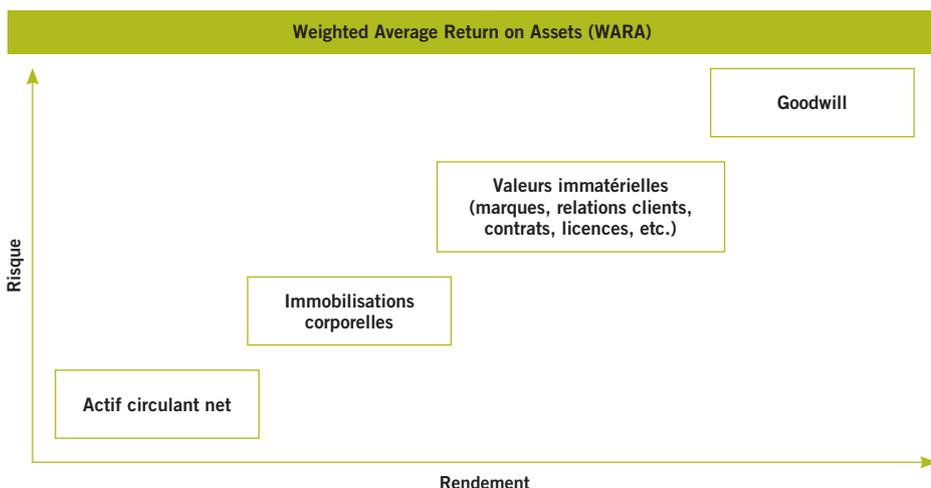


Figure 6: Rendement des diverses catégories d'actifs et risque y afférent



sés pour l'expertise immobilière. Quant à savoir si ces taux d'escompte sont de 4,7 ou 10%, cela diffère d'un bien immobilier à l'autre: un centre commercial devrait atteindre des rendements différents de ceux d'un parc industriel, d'un hôtel ou d'un centre logistique. Le rendement escompté est donc étroitement lié à l'usage de l'immeuble²⁴.

3.5 Prise en compte de l'immobilier d'entreprise à sa valeur vénale et évaluation séparée du reste de l'exploitation

Quand une PME possède des immeubles – qu'ils soient ou non nécessaires à l'exploitation – et que ceux-ci constituent une part importante des actifs, il arrive fréquemment que des estimateurs professionnels soient chargés de les évaluer. La valeur vénale est alors calculée – suivant l'objet – au moyen de la méthode DCF, des méthodes de la valeur de rendement et de la valeur réelle ou de la méthode hédoniste, ou encore d'une combinaison de ces méthodes. Dans notre exemple, la valeur vénale de l'immobilier d'entreprise a été chiffrée à 2000 KCHF. À supposer un rendement propre aux actifs de 6% (qui pourrait correspondre p.ex. au taux d'escompte utilisé pour l'expertise immobilière), l'immeuble devra générer chaque année un NOPAT ou un free cashflow de 120 KCHF (2000 KCHF × 0,06). Si donc on remplace la charge immobilière initiale et les amortissements sur l'immeuble par un loyer précalculé (hypothèse: sale and lease back), celui-ci doit être fixé à un montant tel que le NOPAT annuel

ou le free cashflow soit inférieur de 120 KCHF. Il est ainsi garanti que le NOPAT ou le free cashflow de l'immobilier d'entreprise et du reste de l'exploitation s'additionneront pour donner le montant consolidé initial.

La question, à présent, est de savoir ce qu'il adviendra du risque ou plutôt du coût du capital afférent au reste de l'exploitation si le mobilier d'entreprise est – du moins dans l'esprit – démembré et évalué séparément, puis reloué à la société opérationnelle aux conditions du marché. L'immobilier sera sorti du bilan initial, ce qui aura pour conséquence qu'un poids accru échoira aux actifs restants et que le WARA devra augmenter puisque l'immobilier a fait l'objet d'un calcul de rendement inférieur à celui des autres actifs. Le principe demeurant $WARA = WACC$, le WACC devra donc être corrigé vers le haut.

Supposons que les engagements financiers et leurs conditions soient indépendants de l'immobilier: seul le coût des fonds propres restera alors un paramètre modifiable. Comme le démontre un calcul fondé sur la règle de trois, le coût des fonds propres devra être relevé de 12,5 à 19% pour qu'il en résulte un WACC coïncidant avec le WARA (hors immobilier). Un relèvement du coût des fonds propres et donc du WACC peut s'expliquer par la simple intuition car la PME fait état, de par l'externalisation de l'immobilier vers une société qui lui est propre, d'actifs moins exploitables et servant de garantie, et parce que la valeur du reste de l'exploitation repose davantage sur le goodwill qui, lui, est non garanti et fortement exposé à des risques (voir la figure 7).

Maintenant que le nouveau coût des fonds propres et le WACC de ce qui subsiste de l'exploitation opérationnelle sont connus, il est possible de calculer les valeurs de l'entreprise sur la base du NOPAT, ainsi qu'il ressort de la figure 8 que voici.

Comme on le voit, tant la méthode de la mise en équivalence que la méthode de l'entité économique se solde par une valeur nette de ce qui subsiste de l'entreprise (hors immobilier) de 2000 KCHF. Si l'on y ajoute la valeur vénale de l'immobilier d'entreprise, on obtient de nouveau les 4000 KCHF initiaux, autrement dit la valeur globale nette de l'entreprise.

3.6 Des coûts du capital identiques ou différenciés?

Un point crucial dans tout cela réside dans la fixation du taux du coût du capital. On recourt souvent, en particulier pour le coût des fonds propres et plus exactement pour le facteur bêta, aux données d'entreprises jugées comparables (dites peer group). Cela implique une comparabilité non seulement des secteurs industriels et des modèles d'affaires, mais encore des risques d'investissement pesant sur chacun des actifs²⁵. C'est ainsi que le facteur bêta devrait sans doute différer selon que l'entreprise comparable possède des immeubles ou qu'elle est simplement locataire. Cela complique d'autant la recherche d'entreprises comparables et fait de la dérivation des coûts du capital d'une PME une tâche herculéenne. Le fait de disposer de banques de données ou de valeurs indicatives sur d'éventuelles primes de risque concernant la propriété immobilière pourrait se révéler utile en l'occurrence.

À supposer en revanche que l'immobilier à usage d'exploitation, dans l'hypothèse du maintien en activité de l'entreprise, soit exposé au même risque opérationnel que le reste des actifs opérationnels, le facteur bêta sera le même pour des entreprises identiques à l'exception du patrimoine immobilier (une fois avec, une fois sans)²⁶. Du fait de l'utilisation entrepreneuriale de cet objet, l'entreprise n'opère pas sur le marché immobilier mais exerce son activité sur le marché consacré à cette activité. Selon cette hypothèse, le bien immobilier doit bénéficier du même coût du capital que l'ensemble de l'exploitation²⁷. Un immeuble est par conséquent un site de production comme n'importe quel autre.

Figure 7: Bilan pondéré de la valeur de marché avec rendements propres aux actifs et coût du capital (hors immobilier)

Bilan (valeurs de marché) avec rendements propres aux actifs et coût du capital					
Actif circulant net (AC moins CE)	500	4,00%	Engagements financiers (crédit d'exploitation)	500	2,40%
Immobilisations mobilières	1000	10,00%	Fonds propres (valeur marchande)	2000	19,00%
Immobilier	-	6,00%			
Goodwill	1000	27,20%			
Actifs (valeurs de marché) ou WARA	2500	15,68%	Passifs (valeurs de marché) ou WACC	2500	15,68%

Figure 8: Évaluation de l'entreprise avec prise en compte distincte de l'immobilier

Compte de résultat	
Chiffre d'affaires	5000
Charges d'exploitation	-4060
Loyer précalculé	-250
EBITDA	690
Amortissements immobilisations mobilières	-200
Amortissements immobilier	-
EBIT	490
Charge d'intérêts	-15
EBT	475
Impôts (20%)	-95
Bénéfice net	380

Coût du capital	
Coût des fonds propres	19,00%
Coût des capitaux étrangers	3,00%
Taux d'imposition	20,00%
Valeur de marché des capitaux étrangers	500 20,00%
Valeur de marché des fonds propres	2000 80,00%
WACC	15,68%

Méthode de la mise en équivalence	
Bénéfice net (hypothèse = Free Cashflow to Equity)	380
Coût des fonds propres	19,00%
Valeur nette de l'entreprise (hors immobilier)	2000
Valeur vénale de l'immobilier	2000
Valeur globale nette de l'entreprise	4000

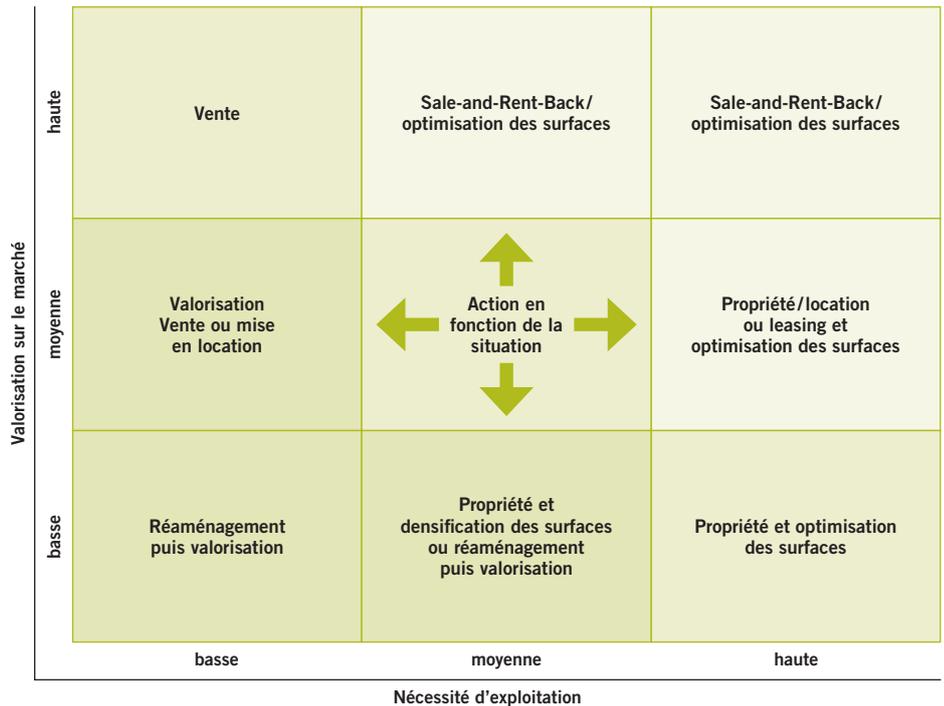
Méthode de l'entité économique	
EBIT	490
Impôts (20% sur EBIT)	-98
NOPAT (hypothèse = Free Cashflow)	392
WACC	15,68%
Valeur brute de l'entreprise (hors immobilier)	2500
Engagements financiers	-500
Valeur nette de l'entreprise (hors immobilier)	2000
Valeur vénale de l'immobilier	2000
Valeur globale nette de l'entreprise	4000

Quant à savoir à quel point l'immeuble et l'exploitation sont imbriqués l'un dans l'autre et si une séparation ou un usage alternatif de l'immeuble est possible, voilà des questions qu'il faut examiner au cas par cas. Dans le doute, l'hypothèse d'un profil de risque identique et par là même d'un coût du capital identique est une voie parfaitement acceptable, tout particulièrement pour des PME²⁸.

3.7 Highest and best use versus stratégies alternatives d'exploitation immobilière

Qu'est-ce que cet exemple est censé nous montrer? Dans l'hypothèse du highest and best use, autrement dit du meilleur usage pos-

Figure 9: Stratégies immobilières optimales en fonction de la valorisation sur le marché et de la nécessité d'exploitation



Source: Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, thèse de Master soutenue à l'Université de Zurich 2014, p. 56.

sible de l'immobilier, une externalisation vers une société immobilière distincte ne peut créer aucune valeur. Peu importe donc de savoir si l'immobilier est évalué séparément ou avec le reste de l'exploitation. Il s'agit là de ce qu'il est convenu d'appeler l'approche sum-of-the-parts (somme des diverses composantes), selon laquelle la valeur de chaque segment ou actif doit s'ajouter à la valeur globale de l'entreprise. Notamment dans les cas relevant du droit successoral et matrimonial, où il convient d'évaluer les entreprises « en l'état », l'hypothèse highest and best use est sans doute tout à fait juste.

Il peut en aller autrement si, dans le cadre d'une analyse stratégique ou d'une transaction imminente, la conclusion s'impose que les immeubles détenus seraient mieux utilisés en application d'une solution alternative et généreraient de ce fait une plus-value. Dans ce cas, il peut s'avérer tout à fait judicieux d'exploiter de tels potentiels d'optimisation et de reproduire, lors de l'évaluation, les synergies escomptées ou, plus exactement, la valeur ainsi ajoutée. Comme le montre la figure 9, la stratégie optimale dépend largement de la question de savoir dans quelle mesure l'immeuble est attractif sur le marché et quel est son degré de nécessité pour l'exploitation²⁹. ■

→ Conclusion

Le présent article a démontré que la prise en compte et l'évaluation séparées d'un actif immobilier d'entreprise ne peuvent se traduire par un accroissement de valeur que si l'usage actuel de ce bien ne répond pas au highest and best use. Si l'on table sur des perspectives de rendement (p. ex. le taux d'escompte employé pour l'évaluation de l'immeuble) plus basses que pour le reste des actifs, il faut que le WARA (rendement moyen pondéré des actifs) et par conséquent le WACC augmentent en conséquence lors du démembrement de l'immobilier. Au final, la valeur globale de l'entreprise demeure alors inchangée, du moins si l'évaluation de l'entreprise repose sur la méthode DCF axée sur les

flux financiers ou sur la méthode de la valeur de rendement.

Cet enseignement peut d'ailleurs se révéler d'une importance essentielle pour le règlement d'une succession familiale, dès lors que le fils est appelé à recevoir le bien immobilier et la fille à se voir confier l'exploitation opérationnelle. En cas de démembrement de l'immobilier, le risque et par là même la valeur de l'entreprise seront différents de ce qu'ils seraient avec la prise en compte de l'immobilier. Une comparaison de la valeur globale consolidée de l'entreprise avec les valeurs distinctes du reste de l'exploitation et de l'immobilier peut mettre à jour certaines inconsistances et prévenir des conclusions erronées.

- ¹ Cf. Ritz, K./Matti, D., Betriebsimmobilien – mehr als ein Kostenblock: Verkanntes Wertpotential, in: Der Schweizer Treuhänder, 2008 (10), p. 745–749; Rusch, P.: Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, thèse de master soutenue à l'Université de Zurich en 2014, p. 1.
- ² Cf. Loderer, C./Wälchli, U., Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen, 2010, p. 335.
- ³ Cf. Paul, E.: Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (édit.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, p. 1217.
- ⁴ Cf. Schäfers, W., Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, K.-W. (édit.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 3, Cologne 1997 (il s'agit aussi d'une thèse de doctorat soutenue à la European Business School à Oestrich-Winkel), p. 24 s.; Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, thèse de master soutenue à l'Université de Zurich en 2014, p. 14.
- ⁵ Cf. EXPERTsuisse, communication professionnelle «Évaluation de petites et moyennes entreprises (PME)», 2018, cm. 43.
- ⁶ Cf. Ihlau, p./Duscha, H., Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2019, p. 75.
- ⁷ Cf. Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, commentaire de la communication professionnelle «Évaluation de petites et moyennes entreprises (PME)» d'EXPERTsuisse, 2018, p. 55.
- ⁸ Cf. arrêt du TF 5A_636/2011 du 10.2.2012, ATF 138 III 193.
- ⁹ Cf. arrêt du TF 4C.363/2000 du 3.4.2001, consid. 4.a.
- ¹⁰ Arrêt du T 4C.363/2000 du 3.4.2012 consid. 4.a.
- ¹¹ Cf. arrêt du TF 5A_405/2010 du 14.9.2010, consid. 4.3.
- ¹² Arrêt du TF 5A_405/2010 du 14.9.2010, consid. 4.3.
- ¹³ Cf. Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, commentaire de la communication professionnelle «Évaluation de petites et moyennes entreprises (PME)» d'EXPERTsuisse, 2018, p. 55.
- ¹⁴ Cf. Ernst, D./Schneider, S./Thielen, B., Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden, 2018, p. 143 s.
- ¹⁵ Cf. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (édit.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, p. 1217.
- ¹⁶ Cf. IFRS 13.27.
- ¹⁷ Cf. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (édit.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, p. 1218.
- ¹⁸ Cf. EXPERTsuisse, communication professionnelle «Évaluation de petites et moyennes entreprises (PME)», 2018, cm. 4.
- ¹⁹ On pourrait présumer aussi un financement partiel de l'immobilier d'entreprise. Mais cela rendrait l'exemple plus complexe en raison de l'avantage fiscal («Tax Shield») qui y est lié concernant un financement par des capitaux étrangers, sans pour autant modifier le message fondamental.
- ²⁰ Cf. Schüler, A., Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2020, 72(3), p. 388; Turney, D., Discount Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, p. 38; à propos de la transition WACC-to-WARA compte tenu des immeubles à usage d'exploitation, cf. IDW: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, p. 602 s.
- ²¹ Dans le sens de Crane, M., The Legend of Weighted Average Return on Assets and Benchmarking Purchase Price Allocation Data, in: Journal of Forensic and Investigative Accounting, 2019, 11(1), p. 6.
- ²² Cf. Turney, D., Discount Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, p. 40.
- ²³ Cf. Turney, D., Discount Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, p. 40.
- ²⁴ Cf. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (édit.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, p. 1249.
- ²⁵ Cf. Schüler, A., Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2020, 72(3), p. 371.
- ²⁶ Cf. Reilly, R./Schweihers, R., The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, 2004, p. 411 s.
- ²⁷ Paul parle en l'espèce d'un taux d'intérêt défini en fonction de l'usage prévu («nutzungstypischer Zinssatz») du bien immobilier, cf. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (édit.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, p. 1249.
- ²⁸ Cf. Hüttche, T./Schmid, F., Besonderheiten bei der Bewertung von Kleinunternehmen, in: EXPERT FOCUS, octobre 2021, p. 531.
- ²⁹ Cf. Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, thèse de master soutenue à l'Université de Zurich en 2014, p. 56.