

D'aucuns observeront que la technicité de cette approche peut çà et là ne concerner que des investissements importants, réalisés en usufruit par des entreprises mais moins l'hypothèse d'une société procédant à l'acquisition d'un usufruit temporaire de locaux commerciaux ou industriels pour les donner en location.

Il n'en est rien et un exemple va le montrer.

2. Le TGR et son calcul

Dans une entreprise le taux de remplacement, de réinvestissement des cash-flows est inhérent à l'entreprise, et au moins égal à son CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) c'est-à-dire au taux minimal EXIGÉ par les actionnaires et les créanciers (banque).

C'est le taux de rentabilité minimal que doivent produire les investissements d'une entreprise pour satisfaire l'exigence de rentabilité des actionnaires (coût des capitaux propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (coût de l'endettement net).

Le CMPC est donc un coût global, moyen, pondéré. Il représente l'entreprise et l'investissement au contraire du TRI qui ne dépend que de l'investissement et des cash-flows qui lui sont attachés et non pas de la structure d'exploitation qui l'utilise.

Le TGR (Le Taux global de rentabilité) est le taux d'actualisation tel que la valeur actuelle du produit de la capitalisation des cash-flows soit égale à la valeur initiale du projet.

$$I = \sum \text{cash-flow}_1 (1+r)^{n-1} + \text{cash-flow}_2 (1+r)^{n-2} + \text{cash-flow}_3 (1+r)^{n-3} \dots + \text{cash-flow}_n (1+r) / (1+TGR)^n$$

C'est aussi le taux auquel on peut capitaliser l'investissement initial de manière qu'il produise le même montant que la capitalisation des flux qu'il génère à un taux de remplacement donné pendant la période considérée.

$$I(1+TGR)^n = \text{cash-flow}_1 (1+r)^{n-1} + \text{cash-flow}_2 (1+r)^{n-2} + \dots + \text{cash-flow}_n (1+r) + \text{VAT}^*$$

* VAT = valeur à terme de l'usufruit temporaire de l'investissement

(Avec I pour la dépense d'investissement, n pour la durée de l'usufruit, r le taux de remplacement)

Si S est le second terme de l'équation, il est alors possible de la présenter de façon plus lisible :

Il en ressort :

$$TGR = \left(\frac{S}{I} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Ainsi, si l'on reprend les données chiffrées de l'exemple précédent se rapportant à la critique du TRI (cf. section II, sous-section III, A, 3), on constatera que le TGR, pour un taux de remplacement de 5 %, serait tel que :

$$1\,000 * (1+TGR)^2 = 550 * (1+5\%) + 550 \text{ soit } 1\,127,50$$

$$TGR = \left(\frac{1\,127,50}{1\,000} \right)^{1/2} - 1 = 6,18\%$$

Plus faible que le TRI ci-avant calculé, car le taux de remplacement (5 %) est justement inférieur au TRI.

On rappelle que si le taux de remplacement était égal au TRI (6,596 %) le TGR serait alors égal au TRI (cf. p. 30).

En effet :

$$1\,000 * (1+TGR)^2 = 550 * (1+6,596\%) + 550 \text{ soit } TGR = \left(\frac{1\,136,28}{1\,000} \right)^{\frac{1}{2}} - 1 \text{ soit } 6,596\%$$

La démonstration qu'un taux de remplacement purement spéculatif pour une entreprise basé sur le TRI, et qui fait totalement abstraction de son secteur d'activité plus ou moins volatil est claire.

• Application avec le TGR dans le cadre du calcul d'un usufruit temporaire et d'une nue-propiété

Le TGR est le taux auquel il convient de placer le montant de l'investissement à réaliser, pendant la durée conventionnelle du démembrement, de telle manière que la capitalisation des flux positifs générés réalisée au taux du CMPC soit égale à la capitalisation du placement réalisé.

Le taux de remplacement est donc le CMPC.

Exemples

Procédons au calcul de deux TGR : l'un pour une société exerçant une activité civile de location de locaux commerciaux, l'autre pour une entreprise qui exerce une activité commerciale.

On rappellera les conditions nécessaires au calcul de l'usufruit et de la nue-propiété : Il faut connaître ou estimer :

PP₀ qui est la valeur du bien à l'instant du démembrement (et la mesure de son erreur éventuelle d'évaluation)

Fa les frais d'acquisition partagés entre les parties (NP et UST)

CD le coefficient de déduction de la TVA

VL₀ est le loyer de marché potentiel ou en cours au jour du démembrement (et la mesure de son incertitude)

α représente l'indexation de VL₀ qui est représentatif de l'indice INSEE caractérisant l'incrémentation des loyers sur la durée de l'usufruit (il faut relever la moyenne arithmétique de la variation de l'indice sur près de 90 trimestres outre son écart type)

n est la durée de l'usufruit. L'usufruit sera ici temporaire, bien évidemment.

PP_n est la valeur estimée du bien immobilier, en euros courant au jour de l'extinction de l'usufruit (et la mesure pour le moins de son incertitude)

CP la valeur de marché des capitaux propres (avec la mesure de son incertitude)

R_f le risque fixe (taux sans risque) (avec la mesure de son incertitude)

R_m - R_f la prime de risque (avec la mesure de son incertitude)

β la valeur du Beta du secteur d'activité (avec la mesure de son incertitude)

Cr le coefficient des risques spécifiques de l'entreprise

D le montant de la dette en ce compris le projet

Kd le taux de la dette (avec la mesure de son incertitude)

CMPC représente le coût moyen pondéré du capital (avec le calcul de son incertitude)

TGR représente alors le taux global de rentabilité (avec le calcul de son incertitude)

Avec ces éléments on calculera un usufruit et une nue-propiété entourés d'un degré d'incertitude.

Le contraste est saisissant avec la détermination de valeurs d'usufruit ou de nue-propiété à l'aide du TRI.