

DE LA DÉTERMINATION DU TAUX D'ACTUALISATION EN IMMOBILIER

par **Pascal Lesieur**

Expert de justice, MRICS, CNEFAF, enseignant université, ICH, INSEEC, corédacteur du Guide de l'expertise immobilière

Merci de rédiger ICI un résumé en quelques lignes de votre article.

La détermination d'un taux d'actualisation en immobilier ne trouve sa réponse dans aucun texte de loi et reste une affaire de praticien. Sa pertinence est pourtant devenue une nécessité fréquente dans un monde immobilier toujours plus financiarisé. Cependant, les taux d'actualisation à retenir, en principe propres à chaque somme future et prévisionnelle compte tenu de sa durée, de son ou ses risques et de sa volatilité spécifique, suscitent, en raison de sa réelle complexité (**à quoi renvoient les pronoms sa ou son ? Merci**), la perplexité de nombreux acteurs. Comment procéder de la façon la plus rationnelle et la plus objective possible ?

■ Principe de base du taux d'actualisation ou la préférence pour le présent

Quelle est la valeur actuelle d'une somme future que l'on espère percevoir ? Cette somme future est amoindrie de sa valeur actuelle pour au moins deux raisons principales :

Ne pouvant en bénéficier immédiatement ni donc faire travailler cet argent sur la période considérée, je subis un manque à gagner certain ou un besoin d'emprunt. Ce manque à gagner est mesuré en économie par le taux d'intérêt de l'argent sur la période multiplié par cette somme. Si je pouvais placer cette somme de 100 € à 3 % sur un an, mon manque à gagner est de $100 \text{ €} \times 3 \% = 3 \text{ €}$.

J'encours le risque que cette somme ne soit pas remboursée en totalité ou en partie et/ou qu'elle soit variable dans le temps ; autrement dit, la possibilité d'une perte sèche ou partielle à laquelle s'ajoute une prime de volatilité [cette possibilité est aléatoire], c'est ce qu'on appelle la prime de risque.

Il en découle naturellement la première méthode de détermination du taux d'actualisation en immobilier.

■ Méthode classique de détermination du taux d'actualisation

Elle consiste à considérer que l'investisseur exige, pour un investissement immobilier, un taux de rendement égal à celui d'un placement « sans risque » de même durée, auquel s'ajoute une prime du risque immobilier.

Une pratique courante est de faire référence à l'obligation assimilable du Trésor (OAT) d'une durée égale à celle de la projection. Cet indice a cependant l'inconvénient d'être sujet à des variations conjoncturelles (pour ne pas dire erratiques, variant parfois de façon significative en quelques jours). Cette volatilité des taux ne se

retrouve pas en immobilier. Enfin, la stabilité de la corrélation entre valeurs financières, que présuppose cette méthode, a été contestée par différents observateurs. On fera remarquer au surplus que la liquidité d'une OAT est très supérieure à celle d'un immeuble, justifiant un taux supérieur, et que le coût de l'argent des opérateurs immobiliers est usuellement supérieur à celui du Trésor public.

Pour répondre à ces critiques, il nous paraît plus réaliste de retenir un coût d'emprunt immobilier pour un opérateur mesuré par le taux effectif global du coût de l'emprunt. Mais la difficulté réside, bien sûr, dans la détermination de la prime de risque qui s'y ajoute. La Charte de l'expertise en estimation immobilière propose de la scinder en une prime de risque liée à la catégorie d'actifs immobiliers concernée et en une prime de risque attachée aux caractéristiques spécifiques de l'immeuble.

Le risque lié à chaque catégorie d'actifs se fonde sur l'idée que celle-ci comprend ses propres niveaux de risque.

Le logement est habituellement considéré comme l'actif le moins risqué pour diverses raisons : il serait moins sujet aux variations économiques, les individus ayant toujours besoin de se loger, et aux cycles d'obsolescence, ferait l'objet d'une demande très large, bénéficierait du soutien des pouvoirs publics, etc.

À l'inverse, les usines sont habituellement considérées comme les actifs les plus risqués : elles seraient très sujettes aux variations économiques et aux cycles d'obsolescence, feraient l'objet d'une demande très étroite, leurs utilisateurs seraient fragiles, les procédures de faillite et le statut des baux commerciaux seraient défavorables aux bailleurs, etc.

Entre les deux existent une multitude d'actifs dont le niveau de risque varie dans l'espace et dans le temps.

Chaque immeuble comprend, en outre, des risques spécifiques liés à des raisons techniques (malfaçons, travaux à prévoir, fragilités, nouvelles obligations législatives), locatives (impayés, déplafonnement à la baisse, vacance) et économiques (dégradation de son environnement, mauvaise gestion).

Leur traduction en points de risque est cependant particulièrement difficile et la mesure qu'on a tenté d'en donner en **termes** de volatilité (le Bêta en Bourse) n'est qu'une mesure partielle du risque et quasi inapplicable en immobilier.

Certains ont bien essayé de normer les risques par catégorie d'actifs, mais cette mesure reste et demeurera approximative. La différence de risque entre une usine récente, polyvalente et située en zone active et une usine monovalente en zone rurale est considérable.

Pour répondre à ces évidentes faiblesses et limites en immobilier a été développée une nouvelle méthode, celle de la détermination du taux d'actualisation par le marché immobilier, à savoir la méthode du taux de rendement et du taux de croissance du revenu.

■ La méthode par la somme ?? du taux de capitalisation brut de l'immeuble et du taux de croissance attendu des revenus

Cette méthode a pour vertu de partir de l'observation du marché immobilier. Au taux de capitalisation brut observé, on ajoute le taux de croissance prévisionnel du revenu, tenant compte à la fois de l'indexation et de l'évolution anticipée des valeurs locatives.

Son fondement mathématique est certain.

Comme nous savons que la valeur d'un immeuble égale à L/Tb (méthode du taux de capitalisation brut du revenu net) est aussi égale à $L/(a-c)$ (méthode des flux de revenus nets actualisés à l'infini ou perpétuels), supposé le problème des loyers faciaux neutralisé,

avec a : taux d'actualisation ; c : taux de croissance prévisionnel des loyers calculé à partir de la moyenne des trois dernières années de l'indice concerné ; L : loyer immobilier brut ; Tb : taux de capitalisation brut,

de $L/Tb = L/(a-c)$

nous en déduisons que $a = Tb + c$.

Cette méthode présente l'immense avantage de fonder le risque sur le marché qui ne nous donne, en fait, que trois informations : les valeurs de vente, les loyers de marché et les taux de capitalisation bruts constatés. Elle intègre bien l'ensemble des risques puisque le taux de capitalisation brut est l'exacte mesure par le marché des risques pris par les acquéreurs immobiliers qui s'accordent sur des taux de capitalisation bruts selon leurs appréhensions du risque attaché à l'immeuble acquis.

Le taux de croissance des indices peut être critiqué, car, en retenant le taux moyen de l'indice d'indexation affectant l'immeuble des trois dernières années, on suppose que le futur (qui n'est écrit nulle part) est la répétition du passé. Mais cette critique est affaiblie en pratique pour deux raisons : les taux de croissance récents des indices sont très faibles, limitant *ipso facto* leur impact, et ils le demeureront tant que des politiques de taux d'intérêt bas seront nécessaires pour supporter les abyssaux et toujours croissants déficits publics.

■ Les deux autres méthodes de détermination

Nous ne pouvons être complet sans citer deux autres méthodes.

La méthode du coût moyen pondéré du capital conseillé

Le taux d'actualisation est celui du coût moyen du capital de l'investisseur type. Dans l'idéal, on cherchera le taux de rendement interne des fonds propres des investisseurs spécialisés dans l'acquisition du type d'immeuble considéré. Sa grande faiblesse tient dans sa difficulté de détermination et son caractère personnel à chaque investisseur immobilier. Cette méthode relève, en fait, plus du calcul d'investissement que de l'estimation de marché. En outre, ce taux de rendement s'applique à des flux de revenus nets et non à des loyers, ce qui est beaucoup plus ardu à déterminer en immobilier, car cela ajoute encore des paramètres.

La méthode par comparaison des taux d'actualisation constatés

Il sera, en pratique, très difficile de recueillir toutes les informations nécessaires, en particulier les hypothèses retenues pour la projection qui sont au surplus propres à chaque investisseur. En outre, on ne connaît que des taux d'actualisation *ex ante* alors qu'il faudrait déterminer les taux *ex post*.

La deuxième méthode immobilière a donc toute notre préférence.

Elle serait très satisfaisante si ne se posaient des limites sur son champ d'application.

S'agissant d'actualiser des loyers et par voie de conséquence dans la méthode de la **détermination** du *cash-flow*, elle est particulièrement adaptée compte tenu de son équation de **détermination** *supra*.

Mais qu'en est-il sur d'autres sommes futures fréquemment rencontrées en immobilier ?

1^{er} cas : créance fixe future

Dans ce cas, le risque n'est plus du tout de même nature. Il s'agit simplement d'un risque sur la solvabilité du débiteur.

Le taux d'actualisation devient :

$a = \text{coût de l'argent sur la période} + \text{prime de risque liée à la solvabilité du débiteur} + \text{prime de volatilité de la créance.}$

On notera que si le débiteur est particulièrement douteux, on peut faire porter le risque au dénominateur, selon la formule de l'espérance de gain.

Si la variable G prend les possibilités de valeurs g_1, g_2, \dots, g_n avec les probabilités p_1, p_2, \dots, p_n , l'espérance de G est définie comme :

$E[G] = g_1 p_1 + g_2 p_2 + \dots + g_n p_n.$

La valeur de la créance devient :

$$\sum_{i=1}^n g_i p_i / (1+a)^n$$

avec n : nombre d'années ; g_i : gain annuel de l'année i ; a = coût de l'argent sur la période + prime de volatilité de la créance ; p = probabilité en pourcentage du paiement du gain g .

Exemple $G = 100$, probabilité de toucher 100 de 50 %, 25 de 25 % et 0 de 25 % à l'année de recouvrement de la créance n , espérance de gain = 62,5.

2^e cas : taux d'actualisation en usufruit

La valeur de l'usufruit peut être considérée comme la somme actualisée et indexée des loyers pendant l'espérance de vie de

l'usufruitier. Soit la formule :

$$\text{Usufruit} = \sum_{i=1}^n L_i \times (1+c)^i / (1+a)^i$$

avec n = nombre d'années d'espérance de vie de l'usufruitier ; L = loyer brut ; c = taux de croissance des loyers ; a = taux d'actualisation = taux de capitalisation brut de l'immeuble = $(Tb) + c$.

Par différence, la valeur de la nue-propriété est obtenue en soustrayant à la valeur de l'immeuble cette valeur de l'usufruit.

Il peut être justifié de procéder pour ces deux sommes à un abattement pour illiquidité, considérant que l'estimation de la totalité de l'immeuble est dévalorisée par les contraintes réelles de l'indivision.

3^e cas : taux d'actualisation en estimation de sommes aléatoires hors loyers

Leur (préciser ?) valeur du droit au bail peut être considérée comme une somme de gains futurs aléatoires, ce qui se traduit mathématiquement par la formule :

$$\text{Valeur du droit au bail} = \sum_{i=1}^n (G_i) / (1+a)^i$$

avec n : nombre d'années ; G : gain ou perte future attendu ; a : taux d'actualisation des gains ; VR : valeur de revente du droit au bail ; i compris entre 1 et n .

S'agissant de a , quels sont les risques affectant les gains locatifs futurs ?

Les gains espérés hors créances et loyers sont multiples en immobilier : résultat d'un procès, revenus accessoires (antenne, panneaux publicitaires), droit d'entrée dans les lieux, droit au bail, aides fiscales, etc.

Il est, en pratique, souvent très problématique de quantifier chacun des risques affectés au gain et de connaître leur date de réalisation pour en déterminer la prime de risque. Sur d'importantes séries, il est parfois possible de délimiter la prime de risque moyenne que produit le marché. **Encore faut-il que le gain corresponde à un risque moyen ce qu'on doit évaluer pour l'appliquer ou si ce n'est pas le cas, ajuster (pas très clair ? merci)** son taux en comparant la résultante des risques du cas dédié au risque moyen de l'espèce. Sinon, chaque taux d'actualisation devra faire l'objet d'un examen spécifique.

Le choix de la méthode de détermination du taux d'actualisation reste fonction de la nature des sommes à actualiser. La méthode du taux de capitalisation brut et du taux de croissance dans le cas de loyers à actualiser est à conseiller. En cas de créance financière, la somme d'un coût de l'argent et d'une prime de risque, fonction de la solvabilité du débiteur, nous paraît préférable. Pour d'autres flux futurs aléatoires, une étude *ad hoc* des risques est préconisée au cas par cas, si délicate soit-elle.