

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

Afin de permettre au praticien de retenir un taux d'actualisation pertinent en fonction de la nature du flux à actualiser, il n'est pas inutile de rappeler les fondements théoriques des différentes méthodes de détermination des taux d'actualisation en immobilier, leurs utilités, leurs limites, ainsi que leurs difficultés d'application.

La détermination d'un taux d'actualisation en immobilier ne trouve sa réponse dans aucun texte de loi et reste une affaire de praticien. La pertinence de sa détermination est pourtant devenue une nécessité fréquente dans un monde immobilier toujours plus financiarisé.

Les taux d'actualisation à retenir, en principe, sont propres à chaque somme future et prévisionnelle et sont fonction des caractéristiques de ladite somme : nature, date de paiement, risque, volatilité. La multiplicité de ces facteurs à quantifier suscite la perplexité de nombreux acteurs. Comment, en pratique, procéder de la façon la plus rationnelle et objective possible ?

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

Quelle est la valeur actuelle d'une somme future espérée à percevoir ? Cette somme future est amoindrie de sa valeur actuelle pour au moins deux raisons principales :

« Ne pouvant en bénéficier immédiatement et donc faire travailler cet argent sur la période considérée, je subis un manque à gagner certain ou un coût 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 1 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, 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.

■ La méthode classique de détermination du taux d'actualisation

Elle consiste à considérer que l'investisseur exige, pour un investissement immobilier, à ses flux attendus en retour, 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, pour déterminer le placement sans risque, 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. En outre, 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 emprunteurs 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 principale réside bien sûr dans la détermination de la prime de risque qui s'y ajoute. La Charte de l'expertise propose de la scinder en une prime de risque liée à la catégorie d'actif immobilier concernée et une prime de risque attachée aux caractéristiques spécifiques de l'immeuble.

Le risque lié à chaque catégorie d'actif se fonde sur l'idée que chaque catégorie d'actif comprend ses propres niveaux de risques. Le logement est habituellement considéré comme l'actif le moins risqué : il serait moins sujet aux variations économiques, les gens ayant toujours besoin de se loger, aux cycles d'obsolescences, 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, aux cycles d'obsolescences, feraient l'objet d'une demande très étroite, ses 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),

juridiques (modifications des lois et de la fiscalité), locatives (impayés, déplaçonnement à la baisse, vacance), économiques (dégradation de son environnement, mauvaise gestion).

Leur traduction en termes de 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 pratiquement 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 est considérable avec une usine monovalente en zone rurale.

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

■ La méthode par sommation 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 éventuelle 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 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 neutralisés.

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, dans le cas de loyers à actualiser, 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* son 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 complets sans citer deux autres méthodes.

La méthode du coût moyen pondéré du capital conseillé

Le taux d'actualisation retenu est celui du coût moyen du capital de l'investisseur immobilier. 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. Elle relève, en fait, plus du calcul d'investissement que de l'estimation de marché. En outre, il doit s'appliquer à des flux de revenus nets (loyers nets de toutes charges) 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 propre à chaque investisseur, aux fins de déterminer des taux d'actualisation réellement comparables. En outre, on ne connaît que des taux d'actualisation *ex ante* alors qu'il faudrait connaître les taux *ex post*.

La seconde méthode immobilière a donc toute notre préférence.

Elle serait très satisfaisante si ne se posaient des interrogations 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 :

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

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 :

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

avec n : nombre d'années ; g_i : gain annuel de l'année i ; $a = \text{coût de l'argent sur la période} + \text{prime de volatilité de la créance}$; p_i : 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° 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 du nu-propiétaire. 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-propiété 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° cas : taux d'actualisation en estimation du droit au bail

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

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

avec n = nombre d'année

G : gain mesuré par l'écart entre loyer de marché et loyer contractuel.

a = taux d'actualisation des gains

VR : valeur de revente du droit au bail.

i compris entre 1 et n

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

Le gain locatif varie en fonction de multiples variables. Le loyer contractuel varie en fonction des indexations du loyer et surtout des renouvellements de baux, qu'ils soient contractuels, amiables ou judiciaires, des ventes de droits au bail, des déspecialisations, etc. Les loyers de marché varient en fonction de l'évolution économique locale et les loyers judiciaires selon des décisions judiciaires. Ces nombreux risques affectant le droit au bail justifient des taux d'actualisation généralement élevés, mais aussi différenciés, car circonstanciels. Pensons notamment à l'impact d'un déplafonnement probable.

En résumé, le choix de la méthode de détermination du taux d'actualisation reste donc 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 sommation d'un coût de l'argent et d'une prime de risque, fonction 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.