

**Note technique sur l'évaluation des immeubles de placement
dans un contexte fiscal
(valeur vénale, valeur d'usage et méthodologies d'évaluation)**

Note technique sur l'évaluation des immeubles de placement dans un contexte fiscal

A la suite de plusieurs contrôles d'investisseurs propriétaires d'immeubles de placement opérés par les services de l'administration fiscale, l'AFREXIM¹ a souhaité apporter des précisions sur l'évaluation de ce type de biens.

Les contrôles font apparaître une certaine confusion dans l'interprétation des principes généraux exprimés par le BOFIP au sujet de la déductibilité des provisions sur les actifs immobiliers (BOI-BIC-PROV-40-10-10).

Les Services semblent refuser l'approche générale de la valeur vénale des immeubles de placement par référence uniquement aux flux de trésorerie actualisés (méthodes des discounted cash flows ou DCF), et plus généralement des méthodes basées sur les revenus (capitalisation et DCF). Les Services semblent privilégier la méthode par comparaison directe sur base de ratios métriques et limiter les méthodes par le revenu à la détermination de la valeur d'usage.

Cette situation semble résulter en particulier des développements cités au paragraphe 50 du BOFIP précité, notamment :

« Le caractère probable de la perte doit être étayé par l'existence d'une dépréciation effective, par référence soit à des événements particuliers ayant affecté la valeur de l'immobilisation, soit à une valeur de marché s'il en existe un, soit à une valeur d'expertise indépendante. D'une manière générale, la simple baisse de performance, la baisse de valeur liée à une évolution purement financière (taux d'intérêt ou de rendement), ou une évolution défavorable de l'environnement économique général ou des anticipations de marché de l'entreprise (mauvaise appréciation des flux de trésorerie - cash-flows - futurs) ne peuvent être admises comme seule justification d'une perte probable, en particulier si la dépréciation porte sur des actifs isolés, mais peuvent seulement être prises en compte en tant qu'éléments d'un faisceau d'indices justifiant la dépréciation.

*L'attention est par conséquent tout particulièrement appelée sur le caractère non déductible de certaines des provisions pour dépréciation des éléments de l'actif immobilisé qui pourraient être comptabilisées à partir de la valeur d'usage telle que définie au I-A-2 § 20. En effet, dans certaines situations, la dépréciation des actifs fondée **sur la seule diminution des flux futurs de trésorerie liés à l'actif s'apparente à la constitution d'une provision pour manque à gagner ou diminutions de recettes qui ne peut être admise en déduction**, conformément à la jurisprudence constante du Conseil d'État sur les provisions pour pertes. Dans ces situations, la dépréciation sera admise à hauteur de la seule valeur vénale, le différentiel entre la valeur d'usage et la valeur vénale étant non déductible. »*

¹ L'association française des sociétés d'expertise immobilière (AFREXIM) est une association professionnelle qui regroupe les 10 principales sociétés françaises d'expertise immobilière juridiquement constituées. Elle occupe un rôle d'interlocuteur auprès des pouvoirs publics et des principales instances professionnelles (AMF, ACPR, ASPIM, AFG, FA, FEI ...) sur les sujets en rapport avec l'évaluation des actifs immobiliers.

Dans ce contexte, les échanges entre l'administration fiscale, les Experts en évaluation immobilière et les propriétaires des immeubles de placement ou assimilés, indiquent que des clarifications sont nécessaires sur les méthodes d'évaluation, et sur le calcul de certains paramètres retenus par les Experts en évaluation immobilière, comme les taux de rendement et les taux d'actualisation.

Au travers de cette note technique, l'AFREXIM a souhaité confirmer que dans la continuité du régime spécifique de la déduction des provisions sur les immeubles de placement (trente quatrième et trente cinquième alinéas du 5° du 1 de l'article 39 du code général des impôts), une méthodologie spécifique doit être appliquée selon que l'actif est un immeuble de placement ou un immeuble d'exploitation.

En effet, dans le cas de l'évaluation des immeubles de placement :

- L'utilisation des méthodes par capitalisation des revenus ou par actualisation des flux de trésorerie (« DCF ou Discounted Cash Flows ») conduit bien à estimer une valeur vénale et non pas uniquement une valeur d'usage au sens comptable et fiscal.
- Pour un immeuble de placement, l'évaluation de la valeur vénale repose sur l'estimation des flux futurs susceptibles d'être générés par l'actif. Pour cette raison, l'évaluation s'effectue prioritairement par l'intermédiaire d'une méthode dite « par les revenus », qu'il s'agisse d'une capitalisation ou d'un discounted cash flows. A ce titre, pour les immeubles de placement, la valeur vénale est égale à la valeur d'usage au sens comptable et fiscal. Cette distinction ne semble pas pertinente pour ce type d'actifs.
- L'utilisation de moyennes issues de comparables de marché, méthode parfois utilisée par l'administration fiscale, n'est pas pertinente pour évaluer un immeuble de placement (voir annexe 5). L'application de moyennes suppose de disposer d'un nombre significatif de comparables récents portant sur des biens très similaires aux biens à évaluer. L'expert en évaluation doit plutôt analyser les comparables et fonctionner par correctifs pour refléter les caractéristiques du bien à évaluer par rapport aux comparables disponibles. La pratique démontre également que l'utilisation de moyennes d'indicateurs pour l'évaluation de biens immobiliers peut conduire à des résultats très éloignés de la valeur vénale d'un bien.

Ainsi, une grille de lecture complémentaire pourrait être proposée :

Pour l'évaluation des immeubles de placement (aussi appelés immeubles de rapport), hors centres commerciaux, la méthode dite par comparaison, sur la base de ratios métriques, ne peut être retenue de manière exclusive ou unique. Cette méthode peut être utilisée à titre de recoupement, lorsque des transactions intrinsèquement comparables existent, ou être combinée à d'autres méthodes mais ne peut pas se substituer aux méthodes par capitalisation des revenus et par discounted cash flows (voir les explications en Annexe 2).

Pour les centres commerciaux, la méthode par comparaison, sur base de ratios métriques, n'est pas pertinente (voir les explications en Annexe 3).

Cette méthode peut se révéler davantage pertinente pour évaluer des immeubles d'exploitation, en particulier ceux présentant simultanément les deux caractéristiques suivantes :

- Des biens qui, compte tenu de leur nature spécifique ou de leur localisation, sont essentiellement détenus et opérés par des propriétaires utilisateurs pour les besoins de leurs activités,
- Des biens qui s'échangent majoritairement entre propriétaires utilisateurs.

En conclusion, si l'AFREXIM ne souhaite pas revenir sur la rédaction des conditions générales du BOFIP s'agissant de la déduction des provisions afférentes à des actifs immobilisés et les notions de valeur vénale et d'usage retenues par la réglementation comptable² et la jurisprudence applicable³, nous proposons qu'une précision soit apportée dans la partie du BOFIP qui traite de la spécificité des immeubles de placement. Cette précision pourrait simplement prendre la forme du tableau suivant qui ferait état des méthodes d'évaluation acceptées sur le plan fiscal pour la déduction des provisions selon le type d'actif (sous réserve bien entendu des règles découlant de plafonnement).

Ce tableau pourrait être le suivant :

Nature de l'immeuble de placement	Méthode d'évaluation ⁴	Commentaires
Immeuble de placement commerciaux ou d'habitation	Méthodes par capitalisation et DCF prioritaires, méthode par comparaison métrique admise à titre complémentaire	
Immeuble d'exploitation à vocation de placement	Méthode par comparaison métrique sauf marché de l'investissement organisé pour ce type d'actifs où les méthodes par capitalisation et DCF peuvent être admises à titre équivalent	Par exemple dans l'hôtellerie, le secteur de la santé ou de manière plus générale des actifs gérés quand il existe un marché organisé pour ce type de placement

² Article 214-6 du Plan comptable général

³ Voir notamment arrêt Conseil d'Etat 22 novembre 2022 n° 454766

⁴ Il pourrait être fait mention de la définition des méthodologies figurant dans la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière

Il pourrait être fait mention de la définition des méthodologies figurant dans la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière telles qu'exprimées ci-dessous :

- **Méthode par comparaison sur base de ratios métriques :**

« Elle permet d'évaluer un bien ou un droit immobilier en lui attribuant une valeur déduite de l'analyse des ventes ou des transactions locatives réalisées sur des biens similaires ou approchants. Cette analyse peut être complétée par celle des offres et demandes exposées sur le marché. Cette méthode connaît un certain nombre de déclinaisons variables suivant les types de biens. Selon les types d'immeubles, les mesures retenues pourront être la surface (habitable, utile, pondérée) ou l'unité (parking, chambre, lit, fauteuil, hectare, etc.).

Dans un certain nombre de cas, le recours à une méthode par comparaison s'avérera malaisé ou impossible, en particulier lorsque l'on se trouve face à un bien immobilier particulièrement atypique ou sur un marché où il n'y a pas de transactions. Dans ce cas, l'évaluateur devra indiquer les raisons pour lesquelles l'usage de la méthode est inapproprié ou peu efficace et les autres méthodes qu'il a retenues. La comparaison peut s'avérer être une approche souvent délicate pour les immeubles de placement ou des terrains à bâtir en milieu urbain. »

- **Méthode par capitalisation :**

« La méthode par capitalisation peut être déclinée de différentes façons, en particulier selon l'assiette des revenus considérés (loyer effectif ou loyer de marché, loyer brut ou loyer net) auxquels correspondent des taux de rendement distincts.

Dans tous les cas de figure l'expert en évaluation immobilière fera apparaître, à partir des loyers faciaux ou de la valeur locative de marché retenus, les déductions (charges non récupérables, franchise locative, travaux pris en charge par le propriétaire, autres coûts,...) aboutissant au loyer net ou à la valeur locative de marché nette, appelés également loyer économique.

En France, l'assiette est généralement constituée :

- en résidentiel par le loyer brut ou le loyer net annuel hors taxes et hors charges locatives,
- en immobilier d'entreprise, par le loyer net ou triple net, hors charges locatives.

Lorsqu'il est prévu de déboursier des montants de mise en conformité, de grosses réparations ou des travaux d'investissement, ceux-ci sont décomptés de la valeur capitalisée (valeur acte en main). »

- **Méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs (Discounted Cash Flows ou DCF) :**

Dans cette méthode, « l'évaluateur projette l'ensemble des flux, indexations et réversions projetées pendant une période d'étude considérée, ainsi qu'une valeur de revente potentielle en fin de période de détention. L'ensemble des flux est ramené en valeur actuelle au moyen d'un taux d'actualisation. »

Par ailleurs, il pourrait être précisé que dans la méthode par discounted cash flows, le taux d'actualisation est calculé en utilisant une ou plusieurs méthodes parmi les suivantes (voir Annexe 5):

- Taux de rendement augmenté de la croissance moyenne des flux sur la durée du cash flow
- Coût moyen pondéré du capital (CMPC)
- Taux sans risque augmenté de primes de risque

Dans l'attente de ces précisions, l'AFREXIM propose de saisir le service de la DGI compétent sur une demande de précision du BOFIP. Cette précision pourrait être intégrée dans le BOFIP et, dans cette attente, la DGI pourrait confirmer par retour de courrier ses commentaires sur cette proposition qui pourrait être alors partagée avec les adhérents de l'AFREXIM et les sociétés foncières expertisées.

Alternativement, une ou plusieurs fiches pour préciser ces règles selon la nature de l'actif immobilier en complément du BOFIP (sur le modèle des fiches pratiques publiées dans le cadre des règles d'évaluation des "Taux d'intérêt des emprunts auprès d'entreprises liées ") ou un système de questions-réponses à organiser pourraient permettre de clarifier les positions.

ANNEXES

1. Définitions (valeur vénale, valeur d'usage, Immeubles d'exploitation et Immeubles de placement)
2. Principe d'évaluation des immeubles de placement
3. Cas particulier des centres commerciaux : méthodes d'expertises utilisées pour l'évaluation de la Valeur vénale des centres commerciaux
4. Méthodologies reconnues par la charte du Domaine
5. Choix des paramètres d'évaluation et utilisation des comparables d'évaluation

1. Définitions (valeur vénale et valeur d'usage, immeubles d'exploitation et immeubles de placement)

Le concept de valeur vénale n'a pas de définition légale, mais il existe plusieurs définitions concordantes ou proches qui figurent dans :

- les standards d'évaluation (Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière, Charte du Domaine, standards Européens TEGOVA et RICS) reconnus nationalement et internationalement,
- le Plan Comptable Général (PCG).

Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière : « La valeur vénale est la somme d'argent estimée contre laquelle des biens et droits immobiliers seraient échangés à la date de l'évaluation entre un acquéreur consentant et un vendeur consentant, dans une transaction équilibrée, après une commercialisation adéquate, et où les parties ont, l'une et l'autre, agi en toute connaissance, prudemment et sans pression. »

PCG, art. 214-6 : « La valeur vénale s'entend du montant qui pourrait être obtenu, à la date de clôture, de la vente d'un actif lors d'une transaction conclue à des conditions normales de marché, net des coûts de sortie. »

Jurisprudence (Charte du Domaine) : « La valeur vénale d'un bien est constituée par le prix qui pourrait en être obtenu par le jeu de l'offre et de la demande, dans un marché réel, compte tenu de l'état dans lequel il se trouve avant la mutation et des clauses de l'acte de vente. Elle est exprimée hors taxes, hors droits. »

La valeur d'usage est un concept défini par le Plan Général Comptable, qui en donne la définition suivante :

La valeur d'usage est « la valeur des avantages économiques futurs attendus de l'utilisation de l'actif et de sa sortie. Elle est calculée à partir des estimations des avantages économiques futurs, qui sont généralement déterminées en fonction des flux nets de trésorerie attendus. S'ils sont plus pertinents, d'autres critères, tels que le potentiel de services attendus, peuvent être retenus pour l'évaluation de ces avantages économiques futurs (PCG, art. 214-6 ; avis du CNC n° 2002-07, § 1.2.3). ». Cette définition de la Valeur d'usage est reprise dans le BOFIP, notamment dans la section sur les provisions pour dépréciation des immobilisations (BOI-BIC-PROV-40-10-10 n°20).

Les normes comptables IAS définissent les immeubles de placement comme des biens immobiliers (terrains ou bâtiments) détenus pour en retirer des loyers ou pour réaliser une plus-value en capital, ou les deux.

Le BOFIP indique que les immeubles de placement sont des « actifs immobiliers utilisés par l'entreprise afin d'en retirer des loyers ou de valoriser le capital »

Le BOFIP définit les immeubles d'exploitation en tant qu' « immeubles affectés à l'exploitation » qui « s'entendent exclusivement comme des moyens permanents d'exploitation ».

Il s'agit généralement d'immeubles qui ont été construits et sont détenus par une entreprise qui les utilise pour les besoins de son process industriel ou de sa production. Les immeubles d'exploitation, contrairement aux immeubles de placement, ne sont pas détenus pour en retirer des loyers mais pour générer des revenus économiques liés à un process de production industriel ou équivalent.

2. Principes d'évaluation des immeubles de placement

Les immeubles de placement, aussi appelés immeubles d'investissement locatif, sont acquis et détenus par des investisseurs en vue d'en tirer des revenus locatifs.

Au cours des 25 dernières années, le volume des transactions portant sur ce type d'immeubles, en France et dans le monde, a considérablement augmenté. L'immobilier est devenu un produit d'investissement majeur, qui intéresse un large spectre d'investisseurs. Citons de manière non exhaustive :

- Les institutionnels, de type assureurs ou caisses de retraite,
- Les fonds d'investissement, au travers de véhicules règlementés (OPCI et SCPI par exemple) ou non règlementés,
- Les SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée),
- Les personnes physiques, par l'acquisition directe de biens immobiliers, ou de manière indirecte par l'intermédiaire de SCPI par exemple.

Les investisseurs immobiliers se sont considérablement professionnalisés au cours des 25 dernières années, et, dans le même temps, les méthodes d'évaluation ont elles aussi beaucoup évolué.

Les méthodes par capitalisation des revenus et par discounted cash flows se sont imposées comme les méthodes clés à employer pour évaluer des immeubles de rapport. Les approches par comparaison, sur base de ratios métriques, sont plutôt utilisées à titre de recoupement ou combinées à d'autres méthodes par les professionnels du secteur, qu'il s'agisse d'Experts en évaluation ou d'investisseurs.

La pertinence de ces deux méthodes basées sur les revenus résulte de deux facteurs principaux :

- Les immeubles de placement sont des actifs qui intéressent les investisseurs pour les flux futurs qu'ils génèrent. A ce titre, les méthodes d'évaluation par discounted cash flows ou par capitalisation des revenus se révèlent nécessairement les plus pertinentes puisqu'elles reposent précisément sur les flux futurs susceptibles d'être générés;
- Les acquéreurs d'immeubles de placement, au moment de fixer leur prix d'acquisition, utilisent systématiquement une approche par capitalisation des revenus ou par discounted cash flows. La formation du prix des actifs, et par voie de conséquence des valeurs vénales utilisées comme comparables, découlent donc directement de l'application de méthodes reposant sur les flux futurs, et non pas de méthodes basées sur des ratios métriques. Ces dernières sont utilisées à titre de recoupement ou combinées à d'autres méthodes.

En résumé, un immeuble de placement est avant tout valorisé au regard de ce qu'il rapporte.

La méthode par comparaison sur base de ratios métriques ne permet plus de refléter avec suffisamment de précision et de pertinence des facteurs aujourd'hui essentiels de la valeur tels que :

- Le niveau des loyers marché dans un secteur en fonction de la qualité de l'immeuble et des transactions avoisinantes,
- Les charges et taxes récupérables et non récupérables auprès du preneur, en fonction de la nature des baux en place et de leurs clauses spécifiques,
- La durée prévisionnelle de vacance et les aménagements locatifs à prévoir en cas de départ des locataires,
- Le coût de la vacance, propre à chaque immeuble, en fonction de son coût de fonctionnement (charges, taxes),
- L'évolution attendue des loyers par effet de l'indexation, et des valeurs locatives de marché en fonction du rapport entre offre et demande,
- Les travaux de maintenance à prévoir à court, moyen et long terme,
- La qualité de signature des locataires, au travers notamment du taux d'actualisation ou du taux de rendement,
- Les durées fermes restantes des baux en cours,
- Les niveaux de rentabilité attendus par les investisseurs, ceux-ci étant directement corrélés :
 - o au niveau des taux d'intérêts et plus largement des taux directeurs et des OAT,
 - o à l'appréciation du risque locatif sur un secteur donné, conséquence de l'évolution du rapport entre offre et demande pour chaque classe d'actif.

Pour toutes les raisons énumérées précédemment, la méthode par comparaison sur base de ratios métriques est souvent utilisée à titre de recoupement ou combinée à d'autres méthodes. Elle fournit un élément d'analyse supplémentaire de la valeur, et permet notamment de :

- comparer plus facilement les immeubles entre eux, de même usage, ou avec d'autres usages,
- mesurer a posteriori l'impact induit sur le ratio au m² des facteurs sous-jacents de la valeur (durée prévisionnelle de la vacance, travaux à prévoir, qualité du locataire, coût de la vacance, rapport entre offre et demande, etc).

Deux classes d'actifs font exception pour l'utilisation de la méthode par comparaison sur base de ratios métriques :

- Les immeubles d'habitation : pour ce type de biens, qu'ils soient productifs de revenus ou non, la méthode par comparaison sur base de ratios métriques se révèle davantage pertinente que pour l'immobilier de placement commercial. Cependant, pour un immeuble d'habitation de placement, cette méthode ne peut pas être retenue de manière exclusive ou unique. Cette méthode doit être utilisée à titre de recoupement, lorsque des transactions intrinsèquement comparables existent, ou être combinée à d'autres méthodes mais ne peut pas se substituer aux méthodes par capitalisation des revenus et par discounted cash flows.
- Pour les centres commerciaux, la méthode par comparaison sur base de ratios métriques n'est pas pertinente, même à titre de recoupement (tel qu'expliqué après).

3. Cas particulier des centres commerciaux : méthodes d'expertise utilisées pour l'évaluation de la valeur vénale des centres commerciaux

Le marché des centres commerciaux s'adresse à des investisseurs institutionnels français et étrangers, intéressés par les cash-flows récurrents générés par ce type d'actifs.

Les méthodes par le revenu (discounted cash flows ou capitalisation) sont celles utilisées pour estimer la valeur vénale des centres commerciaux. Si la méthode par comparaison est utilisée, elle doit obligatoirement être combinée avec une méthode par discounted cash flows ou par capitalisation des revenus.

En matière de centres commerciaux, les facteurs d'évaluation pris en compte dans les méthodes par capitalisation des revenus ou par discounted cash flows incluent : le taux de vacance historique et à date du centre commercial, les ratios d'impayés, le niveau des loyers au m² pratiqués dans le centre, les chiffres d'affaires par m², le taux d'effort des locataires, les loyers fixes, à paliers et variables, les éléments non récupérables (impayés, frais de gestion, charges, honoraires de commercialisation, contentieux, travaux...).

La méthode par comparaison sur base de ratios métriques est mal adaptée pour les centres commerciaux car il se révèle impossible d'établir une clé rationnelle d'analyse au m² reflétant l'ensemble de ces facteurs de la valeur. Cette impossibilité s'explique aussi par le fait que chaque centre est unique dans sa constitution et ses performances et que les flux de loyers qui servent de fondement à sa valeur vénale résultent de facteurs additionnels multiples parmi lesquels, et de manière non exhaustive :

- La proportion de grandes ou très grandes surfaces, de boutiques de petite ou moyenne taille. Les niveaux de loyers varient très fortement en fonction de la taille des surfaces louées, avec une incidence sensible sur la valeur vénale du centre ;
- L'existence de plusieurs étages, le nombre d'accès piétons (qui permettent de répartir plus ou moins bien le flux des visiteurs), le nombre de places de stationnement disponibles, le niveau des charges et taxes refacturées au locataire. Autant de facteurs additionnels qui impactent les niveaux de loyers admissibles pour chaque boutique et la valeur vénale d'un centre commercial ;
- Entre également en ligne de compte la répartition de l'activité des locataires de chaque centre (« tenant mix ») qui induit des niveaux de loyers admissibles très variables d'une activité à l'autre, avec de nouveau une incidence sensible sur la valeur vénale ; citons également les loyers variables, les revenus publicitaires, les revenus des kiosques, etc ;
- Et enfin, la puissance du centre commercial en matière de chiffre d'affaires cumulé des commerçants et du niveau des ratios de chiffre d'affaires par m², qui font que deux centres commerciaux similaires dans leur constitution physique et d'occupation, n'ont pas la même Valeur vénale dès lors que les performances d'exploitation des locataires diffèrent entre les deux centres.

4. Méthodes reconnues par la Charte du Domaine

La «Charte de l'évaluation» du Domaine précise les méthodes utilisables pour évaluer la valeur vénale de biens immobiliers :

- La méthode par comparaison sur base de ratios métriques
- Les méthodes par le revenu (capitalisation et discounted cash flow) « pour des biens ayant vocation à être loués »
- Les méthodes par le compte à rebours
- Les méthodes spécifiques

La mention de ces méthodes pour l'évaluation de la valeur vénale d'un bien par les services de la Direction de l'Immobilier de l'Etat démontrent que l'application des méthodes par le revenu conduisent bien à estimer une Valeur vénale.

Rappelons que la Charte du Domaine s'adresse aux nombreux consultants des services du Domaine qui dépendent de la Direction de l'Immobilier de l'État à la Direction générale des finances publiques.

Conçue sous forme d'un guide pratique, cette Charte a pour ambition de faciliter le dialogue avec les consultants en exposant les méthodes de travail des évaluateurs du Domaine, et en précisant les éléments nécessaires pour établir une valeur vénale, c'est-à-dire une probabilité de prix.

5. Choix des paramètres d'évaluation et utilisation des comparables d'évaluation

Quelle que soit la méthode⁵ d'évaluation utilisée, l'analyse de transactions portant sur des biens comparables au bien à évaluer (les « comparables ») constitue une étape essentielle de la démarche d'évaluation.

L'analyse des comparables s'effectue en trois étapes :

- Etape 1 : Calculer les indicateurs pertinents qui caractérisent les transactions : surfaces, usages principaux, caractéristiques des locataires, loyers par usage au moment de la vente, durées fermes des baux, taux de rendement sur le loyer net en place, prix et loyer au m², pour le commerce, le chiffre d'affaires au m², le taux d'effort, etc
- Etape 2 : Positionner le bien à évaluer par rapport aux comparables, identifier les caractéristiques qui sont identiques entre les comparables et le bien à évaluer et identifier les différences,
- Etape 3 : Extrapoler les paramètres d'évaluation à appliquer pour l'évaluation du bien à estimer, à partir de l'analyse effectuée à l'étape 2.

Il est important de rappeler que l'étape d'extrapolation, essentielle en matière d'évaluation, ne peut pas consister à faire une moyenne des indicateurs ressortant des comparables.

L'expert en évaluation doit choisir les paramètres d'évaluation qui sont les plus pertinents en retenant :

- Cas 1 : des paramètres similaires à ceux ressortant des transactions, si les biens à évaluer sont similaires ou présentes des caractéristiques quasi identiques en tout point aux comparables,
- Cas 2 : des paramètres obtenus après application de correctifs aux paramètres ressortant de l'analyse des comparables. Notamment lorsque les comparables diffèrent du bien à évaluer sur certains points (durée ferme, niveau du loyer, possibilité de revenir à la valeur locative, taux d'effort, valeur absolue du bien, date de dernière rénovation, etc).

Le cas n°2 constitue la situation la plus courante pour l'évaluateur car il se révèle extrêmement difficile, ou parfois impossible, de trouver un comparable de transaction exactement similaire au bien à évaluer.

En revanche, si l'expert n'exprime pas toujours de manière explicite les correctifs appliqués, il doit pouvoir les rationaliser sur demande, sachant qu'une part de la rationalisation peut revêtir un caractère subjectif, lié à l'appréciation de l'expert, professionnel spécialisé dans cet exercice et dans la classe d'actif considérée.

La pratique démontre également que l'utilisation de moyennes d'indicateurs pour l'évaluation de biens immobiliers peut conduire à des résultats très éloignés de la valeur vénale d'un bien. L'application de moyennes suppose de disposer d'un nombre significatif de comparables récents portant sur des biens très similaires ou similaires au bien à évaluer. Il s'agit d'une situation très rare, rencontrée essentiellement sur certains marchés résidentiels de vente à l'unité.

⁵ Par capitalisation, par discounted cash flow ou par comparaison sur base de ratios métriques

5.1 Méthodes par le revenu : le choix du taux de rendement et du taux d'actualisation

Les méthodes par le revenu⁶ reposent sur 3 paramètres fondamentaux :

- Les revenus nets, actuels ou potentiels, générés ou pouvant être par le bien à évaluer (capitalisation et DCF)
- Le taux de rendement (capitalisation et DCF)
- Le taux d'actualisation (DCF uniquement)

Les revenus locatifs actuels ou potentiels sont estimés, à la date d'évaluation, en fonction des baux effectifs en place et des valeurs locatives de marché constatées sur la base d'une analyse de comparables locatifs.

Le taux de rendement à retenir pour l'évaluation d'un bien est obtenu par extrapolation, sur base de transactions comparables. L'expert analyse les taux de rendement constatés sur des biens de même nature (bureaux, entrepôts, centres commerciaux etc) et applique des correctifs en fonction des différences constatées entre les comparables et le bien à évaluer. Les principaux correctifs portent sur la qualité des revenus (solidité financière du locataire, demande locative pour des biens similaires à l'endroit précis du bien, état d'entretien, localisation exacte, qualité de la zone de chalandise, taux d'effort, etc).

Les méthodes pour estimer le taux d'actualisation à retenir pour l'évaluation d'un bien a fait l'objet d'une note spécifique de l'AFREXIM⁷. Le taux d'actualisation est calculé en utilisant une ou plusieurs méthodes parmi les suivantes :

- Taux de rendement augmenté de la croissance moyenne des flux sur la durée du cash flow
- Coût moyen pondéré du capital (CMPC)
- Taux sans risque augmenté de primes de risque

⁶ Méthode par capitalisation et méthode par discounted cash flows

⁷ [Methodologie-de-determination-des-taux-dactualisation-et-des-taux-de-rendement.pdf \(afrexim.fr\)](https://www.afrexim.fr/Methodologie-de-determination-des-taux-dactualisation-et-des-taux-de-rendement.pdf)

Commentaires sur l'application des méthodes d'estimation des taux d'actualisation :

- Pour des immeubles de placement matures et ne nécessitant pas de travaux significatifs à moyen terme, le taux d'actualisation peut être obtenu en ajoutant au taux de rendement le pourcentage de croissance annuel attendu des revenus sur la durée d'analyse. L'expert applique parfois un correctif en ne considérant qu'une partie seulement du pourcentage de la croissance attendue des flux, notamment lorsque cette croissance est sécurisée. Par construction, le taux d'actualisation est généralement supérieur au taux de rendement.
- Pour des immeubles de placement non matures, à restructurer ou entièrement vacants par exemple, l'expert pourra utiliser une approche par taux de rendement et croissance de revenu, mais en ajoutant une prime de risque spécifique au projet envisagé, ou une méthode par le CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital), en fonction des typologies d'acquéreurs pouvant se positionner sur un profil de risque similaire.
- La méthode consistant à ajouter à un taux sans risque (OAT) des primes de risque peut également être mise en œuvre et s'applique à toutes les situations. Cette méthode permet une comparaison entre les actifs au travers des primes de risque retenues pour chaque bien.