

# Déterminer la valeur d'un actif immobilier

Au fil des ans, les experts immobiliers d'Europe continentale et d'outre-manche se sont accordés sur des méthodes d'évaluation communes leur permettant de converger sur les valeurs données aux actifs immobiliers. Ces méthodes sont décrites dans la Charte de l'expertise en évaluation immobilière utilisée aujourd'hui communément par l'ensemble de la profession.

Fixer la valeur d'un actif immobilier est l'une des questions principales de l'investisseur mais également du promoteur ou du propriétaire. Si cette question est régulièrement posée, la réponse n'est pas si simple. Déterminer la valeur d'un actif immobilier n'est pas une chose facile pourtant il est indispensable que la détermination de la valeur soit transparente et lisible. Dès les années 1990, les professionnels de l'expertise ont souhaité mettre en place une charte commune sous la direction de l'Institut français de l'expertise immobilière (IFEI). En 2017, la 5<sup>e</sup> édition de la charte a été ratifiée par les 15 principales associations professionnelles. Elle constitue un ouvrage de référence permettant d'harmoniser les définitions et les méthodes conformément aux normes européennes et internationales tout en conservant les spécificités françaises.

## Trois méthodes pour une seule valeur vénale

Selon les standards de l'expertise immobilière déterminés par la Charte, la valeur vénale d'un bien immobilier peut être définie comme le montant estimé à la date de l'expertise qu'un acquéreur consentant offrirait à un vendeur consentant en échange de la propriété dudit bien. La valeur vénale du bien est estimée en supposant qu'aucune relation particulière n'existe entre les parties, que le bien a fait l'objet d'une commercialisation adéquate et que l'acquéreur et le vendeur ont, l'un comme l'autre,

agi en toute connaissance de cause, prudemment et sans subir de pression.

Les experts ont défini trois méthodes principales d'évaluation, par comparaison, par le revenu et par les flux de trésoreries actualisés, qui leur permettent de converger dans leur approche de la valeur vénale d'un actif. Ces méthodes d'évaluation ont pour caractéristique de reproduire le raisonnement implicite d'un acquéreur, selon qu'il s'agit d'une personne physique ou d'investisseur professionnel. Leurs approches étant différentes, il est recommandé à l'expert de marier ces différentes topiques pour obtenir une valeur unique, sachant que, d'une méthode à l'autre, les résultats peuvent diverger.

## La méthode par comparaison, la plus ancienne et la plus communément utilisée

L'approche par comparaison permet d'évaluer un bien en lui attribuant une valeur déduite de l'analyse des ventes récentes réalisées sur des biens similaires tant en termes de caractéristiques que de localisation. À cette analyse peut être ajoutée celle des offres de biens en cours sur le marché à la date d'évaluation. Selon les typologies d'actifs étudiés, les mesures retenues pourront être la surface (habitable, utile, pondérée) ou l'unité (parking, chambre, hectare, etc.).

Cette méthode d'évaluation est très largement utilisée par les experts : elle est en effet celle à laquelle

chacun pense naturellement, notamment dans le domaine de l'immobilier résidentiel dont les valeurs sont déterminées par les acteurs personnes physiques. Elle connaît néanmoins des limites. En effet, lorsque sont étudiés des biens particulièrement atypiques ou localisés sur des marchés présentant très peu ou pas de transactions comparables, elle s'avère difficile à mettre en place.

### La méthode par le revenu, reflet du raisonnement des investisseurs professionnels

La méthode par le revenu consiste à prendre pour base soit le loyer annuel généré par le bien étudié lorsque le bien est occupé, soit un loyer théorique ou un loyer de marché quand le bien est vacant, puis à appliquer au revenu retenu un taux de rendement fixé par comparaison avec le marché. En France, l'assiette de calcul est le plus souvent constituée par le loyer brut ou le loyer net annuel hors taxes et hors charges locatives pour des biens résidentiels et par le loyer net ou triple net, hors charges locatives pour des biens tertiaires.

Sur le marché de l'investissement, des taux de rendement sont très regardés. En effet, ils déterminent la valeur des actifs, via la capitalisation des loyers ou des valeurs locatives. C'est que les acteurs qui interviennent sur ce marché ont pour objectif de placer leurs liquidités en comparant le revenu qu'elles dégageront, par rapport à d'autres classes d'actifs : obligations, marché des actions ou marché monétaire. Le spread, c'est-à-dire le différentiel entre le rendement d'un actif immobilier par rapport à celui du groupe de taux d'intérêt de la devise euro : Euribor, doit couvrir la prime de risque acceptable pour ces investisseurs. En utilisant donc la méthode par le revenu pour l'évaluation des actifs, l'expert ne fait que reproduire le mode de raisonnement d'un investisseur professionnel.

### L'approche des flux actualisés, pour une vision à moyen terme de l'investissement

Dans l'approche par les flux de trésoreries actualisés, cousine de celle par le revenu, l'expert immobilier projette l'ensemble des flux financiers dégagés par le bien immobilier étudié (recettes-dépenses), tient compte des indexations et réversions possibles, et ce pendant une période d'étude considérée de plusieurs années. Une valeur de revente potentielle du bien est également fixée en fin de période de détention. L'ensemble des flux financiers dégagés est ramené en valeur actuelle au moyen d'un taux d'actualisation.

Cette méthode reproduit en fait la vision dite « financiarisée » de l'immobilier, qui consiste à considérer l'investissement dans le temps, comme le ferait un investisseur, fonds, foncière ou institutionnel. Pour lui, le taux de rendement interne (TRI)

est déterminant, comme l'est également le coefficient multiplicateur dégagé par rapport à sa mise de fonds initiale. La méthode par les flux actualisés tâche de mesurer ce retour sur investissement pour en déduire la valeur de l'actif. La valeur vénale d'un bien immobilier est alors établie par l'expert en tenant compte de toutes ses caractéristiques juridiques, physiques, environnementales, économiques et autres, à la date de l'évaluation. Un expert se doit de combiner a minima deux méthodes d'évaluation dans son rapport d'expertise.

Il existe d'autres méthodes, utilisées pour des biens plus spécifiques comme les terrains ou l'hôtellerie, telles que la méthode par le coût de remplacement, la méthode dite du bilan promoteur ou encore celles des ratios professionnels. Depuis quelques années, de nouvelles composantes de la valeur vénale d'un bien sont apparues pour tenter de prendre en compte les mutations numériques, les changements de mode de vie, la transition écologique.

### Vers de nouvelles composantes de la valeur vénale ?

Les méthodes d'évaluation des actifs immobiliers sont aujourd'hui reconnues par tous. Elles reposent sur des standards de marché bien établis et des nomenclatures claires telles que la Charte de l'expertise en Évaluation Immobilière, les productions de TEGoVA the european group of valuers associations ou encore le code de déontologie des professionnels de l'évaluation dit red Book. Toutefois, certains peuvent les juger mal adaptées à une évaluation exhaustive de la valeur des biens immobiliers : dans un contexte de transitions environnementale, énergétique et sociétale, de mutations numériques et de nouveaux modes de vie, de nouvelles composantes de la valeur des actifs immobiliers émergent. Celles-ci peuvent être décrites comme des composantes immatérielles ou non tangibles de la valeur des biens immobiliers. Elles renvoient à des notions telles que le bien-être des occupants des biens, l'usage qu'ils en font, l'empreinte carbone des bâtiments, la connectivité que ces derniers offrent aux individus, le rôle des bâtiments dans le tissu urbain de la ville, etc.

Mieux appréhender, parvenir à quantifier et maîtriser dans le temps la valeur immatérielle des actifs immobiliers est plus que jamais un enjeu d'avenir. Pour les experts immobiliers, il s'agit d'un défi à relever afin de s'assurer de l'exhaustivité de leurs évaluations. La tâche est difficile car ces composantes émergentes restent pour le moment des notions floues, souvent subjectives, ne disposant pas de définition légale ou de standard de profession.

La société Goodwill Management, cabinet de conseil en performance économique et finances responsables, créée en 2003, a établi une définition assez claire de la « valeur d'usage » ou immatérielle des bâtiments. Celle-ci peut être définie comme « la valeur générée par les moyens et services fournis par le bâtiment à destination des

usagers afin d'augmenter leurs performances (services, aménagements intérieurs et extérieurs, performances acoustiques et thermiques, connectivité etc.) ». La « valeur d'usage » d'un bâtiment est donc la valeur monétaire des spécificités non matérielles d'un bâtiment. Concrètement, ce sont les usages et services proposés par le bâtiment qui, tout en améliorant l'expérience de l'utilisateur, permettent d'augmenter la valeur économique de l'actif immobilier.

Afin de mieux appréhender la notion de « valeur d'usage », Goodwill Management propose de classer les différentes sources de la « valeur d'usage » en quatre branches :

- qualités techniques de l'actif : éco-conception, durabilité des matériaux, performance technique, etc. ;
- qualité de l'actif pour l'occupant : aménagement intérieur, services internes, confort acoustique, etc. ;
- emplacement de l'actif mobilité, services externes, etc. ;
- valeur apportée par l'actif à son territoire : préservation de la biodiversité, intégration urbaine, gestion des flux extérieurs, etc.

### Élaboration d'une méthode de calcul pour la « valeur d'usage » d'un bâtiment tertiaire

Si, dans l'univers collectif, la « valeur d'usage » des bâtiments est aujourd'hui une notion moins vague que par le passé, celle-ci reste toujours difficilement quantifiable. Néanmoins, cette société se penche sur la question depuis quelques années et cherche à établir pour les immeubles de bureaux un modèle mathématique permettant de monétiser la « valeur d'usage ».

En partant du constat que le coût d'un bureau pour une entreprise se répartit à 90 % en salaires, 9 % en loyer et 1 % en coût d'exploitation, la société de conseil a mis en évidence que l'investissement le plus stratégique pour une entreprise est celui qui concerne le bien-être et le confort des salariés afin d'accroître leur productivité.

Le modèle développé, dérivé de standards nationaux permettant le calcul du capital immatériel des entreprises (cf. Thésaurus-Bercy 2011), se nomme Thésaurus Ecopolis. Il est développé depuis 2008 et consiste à quantifier l'impact de la « valeur d'usage » d'un bâtiment sur sa valeur vénale à partir du gain de productivité que le bâtiment, par ses caractéristiques, peut offrir à ses occupants.

La méthode consiste, en premier lieu, à identifier les caractéristiques de l'immeuble qui offrent des avantages économiques à l'occupant, à l'aide de visites de biens, de questionnaires administrés à leurs occupants. En second lieu, grâce à des travaux académiques publiés depuis 1990 liant bien-être physique et psychique des individus à des caractéristiques des bâtiments comme l'éclairage,

l'acoustique ou la ventilation, une base de données a été constituée. Cette base de données théorique permet une évaluation cohérente des impacts des caractéristiques du bâtiment sur la productivité des occupants et donc sur la valeur du bien immobilier.

Afin de valider scientifiquement les résultats de l'outil, Goodwill Management et des acteurs de l'immobilier et de la construction ont créé un groupe de travail. Ce groupe réalise depuis 2015 des travaux cherchant à confirmer le modèle mathématique théorique par des mesures in situ. Depuis 2015, une vingtaine de bâtiments différents ont fait l'objet d'études. Les études consistent en une visite de l'actif par des testeurs qui sont soumis à des tests cognitifs lors d'une journée de travail classique. Ces testeurs sont également équipés de capteurs permettant de récupérer des données liées au confort intérieur du bâtiment. En parallèle, des enquêtes de satisfaction sont menées auprès des salariés de l'immeuble afin de valider leurs ressentis en tant qu'usagers. Les études ont permis de fixer une note à chaque immeuble en termes de gain en productivité. Elles sont très fortement corrélées (80 %) à celles obtenues par le modèle théorique, permettant de le valider scientifiquement.

### Les impacts concrets de la « valeur d'usage » d'un bâtiment sur sa valeur vénale

Au vu des méthodes d'expertise décrites par ailleurs, comment la « valeur d'usage » peut être prise en compte dans les évaluations des experts immobiliers ?

Les immeubles de bureaux récents ou en construction, ayant fait l'objet d'une réelle réflexion autour du confort et des services offerts à leurs occupants, peuvent voir leur valeur locative augmenter de 50 %. Il s'agit ici de l'impact seul de la « valeur d'usage » sur la productivité des occupants. De fait, si les loyers augmentent, la valorisation de l'actif immobilier par la méthode du rendement augmente également. La « valeur d'usage » est donc bien intégrée par l'expert. Il aura en effet pu détecter que la valeur locative avait été impactée et, par la méthode par le revenu, que la valeur vénale du bien était renforcée.

Par ailleurs, par la méthode d'expertise dite des flux de trésoreries actualisés, la valeur vénale d'un bâtiment peut aussi augmenter après prise en compte des caractéristiques des bâtiments. En effet un actif offrant un certain confort à ses occupants s'avère plus recherché et attractif pour des sociétés occupantes. Le taux de vacance et les délais de commercialisation locative baissent, permettant ainsi d'optimiser les flux financiers et d'augmenter la valeur actuelle de ces flux (valeur vénale de l'actif). Un bien aux hautes performances énergétiques, conçu de sorte que son usage soit modulable dans le temps, avec des matériaux à longue durée de vie, sera quant à lui plus résilient. Son obsolescence sera moins rapide et les capex (investissements)

nécessaires à son rafraîchissement ou à sa rénovation seront moins nombreux sur la période d'analyse projetée par l'expert immobilier.

À titre d'exemple, au lieu de prévoir une rénovation complète du bâtiment au bout de huit ans, les investissements seront décalés à douze voire quinze ans, ce qui contribue à alléger les flux financiers négatifs projetés. Là aussi, les flux de trésoreries sont optimisés, permettant à la valeur vénale d'augmenter, puisque la somme des flux actualisés est plus importante.

Loin donc de remettre en cause les méthodes désormais gravées dans le marbre des books d'expertise, ces nouvelles valeurs d'usage s'expriment pleinement dans le marché et se retrouvent dans les méthodes classiques de calcul de la valeur vénale des actifs. On peut dire qu'elles ont permis aux experts de se familiariser avec

des indicateurs mal évalués jusqu'à présent et qui influent sur les décisions d'investissement ou de prise à bail des acteurs économiques : c'est presque une évidence aujourd'hui que de prendre en compte, pour l'évaluation d'un actif, la qualité de ses aménagements, sa capacité à s'intégrer dans son environnement ou sa trace carbone. Ces éléments sont naturellement présents dans l'esprit de tous et composent désormais notre quotidien. À partir du moment où le marché en a pris la mesure, l'expert, qui en est en quelque sorte le traducteur, s'en fait l'oracle

**Thomas Vallin**  
Responsable des études, Ikory