

Taux d'escompte dans l'évaluation immobilière

[Taux d'escompte et de capitalisation: fixation, principes, avantages et limites des divers procédés, problèmes de base liés à la méthode et signification fondamentale. Explications par l'expert Beat Salzmänn.](#)

Le taux d'escompte sert à escompter ou déduire les intérêts d'un paiement ou d'un flux de paiement futur à la valeur actuelle. Il en résulte la valeur en espèces appelée Present Value ou valeur actuelle. Avec le taux de capitalisation, un rendement, un paiement régulièrement constant (annuité) est capitalisé en une valeur de rendement. La méthode Discounted Cashflow (DCF) utilise le taux d'escompte pour escompter les flux de trésorerie de la première phase (période de prévision explicite) et le taux de capitalisation afin de calculer la valeur restante du dernier flux de trésorerie pour la seconde phase (durée de vie résiduelle).

Différentes méthodes existent pour fixer les taux d'escompte et de capitalisation. Les plus courantes sont la méthode analytique, basée sur les données du marché, le procédé synthétique qui fait appel au principe des coûts d'opportunité, la détermination des taux d'intérêt sur capitaux propres et étrangers et le calcul du taux d'escompte à partir de banques de données au moyen de l'analyse statistique des transactions.

La méthode analytique

La méthode analytique exploite les données de biens immobiliers comparables. Les normes appelées International Valuation Standards (IVS) privilégient cette méthode. Si l'on dispose de données adéquates, c'est l'approche qu'il faut appliquer. Cependant, ces données sont rarement disponibles

et il est difficile d'en déduire des taux d'escompte.

Le procédé synthétique

Le procédé synthétique part d'un taux d'intérêt de base, taux d'intérêt d'un placement alternatif à faible risque qui est généralement celui des obligations fédérales à 10 ans. Déduction faite des suppléments spécifiques au marché et aux objets, le taux d'intérêt est fixé en identifiant toutes les composantes déterminantes de la valeur. Lors du calcul des composantes individuelles, les réflexions qui ont mené à la détermination des taux partiels doivent être publiées. Il est souvent difficile de quantifier précisément les composantes du taux d'escompte et de capitalisation synthétique qui ne sont de surcroît pas complètement indépendantes les unes des autres. Le graphique 1 illustre les composantes du taux d'intérêt synthétique.

Détermination sur la base des capitaux propres et étrangers

Dans la détermination sur la base des capitaux propres et étrangers, on émet des hypothèses sur les coûts de ces capitaux et sur leur participation dans le capital total. Ce type de détermination est souvent utilisé par les estimateurs: il est éprouvé, compréhensible et donne manifestement des résultats plausibles. Toutefois, il contredit les International Valuation Standards (IVS) selon lesquels les capacités de financement de l'acheteur ne sont pas déterminantes dans la fixation d'une valeur de marché. Le Weighted Average Cost of

Capital (WACC) constitue une variante de cette méthode couramment utilisée par les entreprises. Elle tient compte également de l'allègement fiscal lié aux coûts des capitaux étrangers.

Détermination à partir des banques de données au moyen de l'analyse statistique

Le calcul du taux d'escompte, réalisé à partir des banques de données et au moyen de l'analyse statistique des transactions, s'effectue à l'aide de la régression linéaire multiple, un procédé d'analyse statistique mathématique. Cette méthode d'évaluation immobilière est un procédé hédonique connu qui répond aux exigences scientifiques. Elle se base notamment sur des transactions immobilières effectives et vise à décrire de manière quantitative les rapports entre les paramètres spécifiques à la situation et à l'objet qui influencent les valeurs immobilières ou les taux d'escompte. La détermination des taux d'intérêt sur base des données du marché joue un rôle essentiel dans les normes d'évaluation. Malheureusement, de nombreuses données et un suivi du marché sur plusieurs années sont nécessaires à l'application de la méthode. Le procédé est ainsi peu adapté aux estimateurs individuels.

Calcul sur la base du flux financier et du cycle de vie des biens immobiliers

Le flux financier propre au cycle de vie d'un immeuble fournit une image de tous les flux de trésorerie et présente la relation entre rendements, investis-

Graphique 1: Taux d'escompte et de capitalisation

Base spécifique au marché			Compensation des chances et risques spécifiques à l'objet		
	+	±	±	±	±
Taux d'intérêt de base à faible risque	Attractivité et risque du marché des placements immobiliers	Offre/demande sur le marché immobilier local	Chances et risques liés à la situation	Chances et risques liés à la situation	Supplément immobilité

sements et retour sur investissement (cf. norme SIA 480). La somme de tous les flux de trésorerie disponibles permet de voir si un excédent de recettes se dégage et de déterminer quel taux de retour sur investissement résulte de l'excédent de recettes. Le retour sur investissement correspond au rapport entre excédent de recettes et capital investi, compte tenu de la répartition des dividendes dans le temps et de la dépréciation due à l'âge. On peut en tirer deux conclusions: d'une part, le rendement du capital résulte de l'investissement et du rendement et d'autre part, la hausse des prix n'a aucune influence sur la rentabilité du capital. Rentabilité du capital et taux d'escompte résultent directement du flux financier et ne doivent pas être établis sur des taux partiels.

Rendements et inflation

Tous les taux de rendement et d'escompte sont concernés par la hausse des prix. Ils peuvent être fixés de manière réelle ou nominale. Les taux nominaux comparent deux valeurs financières avec un taux d'index différent. Ils décrivent notamment le rapport entre les flux de trésorerie à terme échu (niveau d'index en fin de période) et les valeurs en vigueur en début de période (niveau d'index en début de période). Les deux systèmes sont possibles. Les International Valuation Standards (IVS) autorisent les approches nominale et réelle dans la détermination du taux d'intérêt. Dans la pratique, les deux méthodes sont d'application. Ce qui est capital, c'est le respect du principe de consistance. Il importe que le procédé nominal ou réel soit appliqué sans aucune contradiction dans l'évaluation.

Taux d'intérêt bruts et nets

Les estimateurs continuent d'utiliser les taux d'intérêts bruts et nets. Toutefois,

l'application de taux bruts n'est pas prévue dans les normes d'évaluation actuelles. Si les taux bruts et nets sont dans une certaine mesure liés aux taux d'escompte et de capitalisation, leur détermination est très complexe, car ils dépendent tous deux des paramètres de situation, de hausse des prix et de dépréciation due à l'âge. En soustrayant le taux des coûts d'exploitation du rendement brut, on obtient le rendement net ou de cash flow. On ajoute à la performance le taux de dépréciation liée à l'âge pour dégager le rendement net ou de cash flow. Quant à la performance, elle se compose du rendement de capital et du taux d'inflation.

IRR, ROI, ROE, ROA/RONA

Le taux de rentabilité interne (en anglais: IRR – Internal Rate of Return) correspond à la performance annuelle moyenne d'un investissement ou d'un actif durant une période d'observation. Le Return on Investment (en français « retour sur investissement » ou ROI) mesure la performance du capital investi. Le ROI peut être appliqué au capital propre (Return on Equity, abrégé ROE) et au capital total (Return on Assets, abrégé ROA ou RONA). Dans le cadre de l'évaluation d'un immeuble, il faut distinguer strictement quatre types de rendement: le rendement brut, le rendement sur cash flow (rendement net), la performance (IRR, ROI, ROE, ROA/RONA) et le rendement du capital.

Résumé des caractéristiques propres aux taux d'escompte sur la base de l'analyse du flux financier

Le rendement du capital correspond au rapport entre l'excédent de recettes et le capital investi, compte tenu de la répartition des dividendes dans le temps et de la dépréciation due à l'âge (voir ci-dessus «Taux d'intérêt bruts et nets»).

Performance – elle correspond au taux d'escompte dans le procédé DCF: elle englobe le rendement du capital et les fluctuations de valeur. La performance dépend tant de la hausse des prix que du potentiel.

Rendement net ou sur cash flow: en plus de la performance, il reflète la dépréciation due à l'âge et est ainsi tributaire de la hausse des prix, du potentiel et de l'état de l'immeuble.

Rendement brut: il comprend le rendement net ou sur cash flow et les coûts d'exploitation. S'il dépend de la hausse des prix, du potentiel et de l'état de l'immeuble, il est aussi intimement lié au taux des coûts d'exploitation. Il est plus ou moins élevé en fonction des coûts d'exploitation déjà décomptés ou pas.

Bilan 1: le rendement du capital est une valeur centrale.

Bilan 2: le problème fondamental posé par la méthode en ce qui concerne la composition du taux d'escompte à partir de différentes composantes, c'est que les composantes du taux d'escompte doivent être définies comme des parts exprimées en pourcentage d'une valeur qui n'est pas encore calculée. Cette valeur encore inconnue est soumise par ailleurs à des modifications constantes en raison de la hausse des prix et de la dépréciation due à l'âge.

Illustration

Rendement du capital	Performance	Rendement sur cash flow	Rendement brut
Taux d'inflation			
Taux de dépréciation liée à l'âge			
Taux propre aux coûts d'exploitation			



Beat Salzmann

Dr. sc. ETH, Dipl. Arch. ETH/SIA
beat.salzmann@iaz.ch