



## **ARBITRAGE ENTRE LES MÉTHODES D'ÉVALUATION**

### **DU PATRIMOINE IMMOBILIER FIXÉES PAR LA COB**

\*\*\*\*\*

#### **I - LES DIFFÉRENTES MÉTHODES D'ESTIMATION IMMOBILIÈRE EXPRIMÉES DANS LE RAPPORT DE LA COB**

Le rapport de la Commission des Opérations de Bourse impose trois méthodes d'évaluation :  
par la surface du bien immobilier affectée d'un prix au mètre carré  
par le cash-flow qui consiste à apprécier les flux financiers futurs  
par la capitalisation du revenu net

Il n'est pas possible, en général, d'utiliser les trois méthodes simultanément pour l'appréciation d'un bien immobilier.

Si en effet c'est l'échange des consentements entre vendeur et acquéreur qui fait le prix, la détermination de ce dernier est le fait de l'acquéreur dont l'offre s'établira à partir de l'utilisation qu'il entend faire du bien. C'est à dire que la méthode à utiliser doit tenir compte des motivations de l'acquéreur.

- **un appartement isolé** se vend à partir de la surface en appliquant un prix au mètre carré
- **un immeuble d'habitation** se vend de même à partir de sa surface et d'un prix au mètre carré mais aussi à partir de sa rentabilité. Non pas tant sa rentabilité actuelle que sa rentabilité future

Le prix unitaire retenu doit être justifié :

- par le raisonnement permettant d'apprécier les avantages et inconvénients du bien à estimer par rapport aux mutations de comparaison
- par la production de l'état du marché immobilier local et, si possible, de mutations précises quant à la surface, le prix, la date de mutation et surtout l'adresse du bien.

L'expert immobilier se référera à :

- **la banque des notaires**. On peut acquérir cette banque de données sous forme de CD ROM.

Le CD BIEN permet d'obtenir une multitude de mutations depuis 1990:

- \* couvrant les départements 75-77-78-91-92-93-94-95
- \* comprenant 1.070.000 mutations entre 1990 et actuellement dont :
  - . 33.000 pour le 1er trimestre 2001
  - . 160.000 en 2000 dont 45.000 pour Paris, 20.000 pour les Hauts-de Seine, 18.000 pour le Val de Marne

C'est un outil précieux mais qui reste statistique en ce sens que les numéros des rues sont occultés et qu'on ne peut donc connaître la physionomie des immeubles de référence.

- **les revues professionnelles :**
  - \* l'AJDI (Actualité Juridique - droit immobilier) a publié jusqu'en 1999 les adjudications du TGI de PARIS et de la Chambre des Notaires
  - \* LA GAZETTE DU PALAIS publie régulièrement un certain nombre de mutations avec un récapitulatif annuel. Cependant les superficies des locaux sont rarement indiquées, la loi CARREZ ne s'appliquant pas encore pour des licitations à la barre
  - \* le CALON qui donne, au franc près, la valeur immobilière des appartements et terrains dans toute la FRANCE mais aucune mutation
  - \* LA LETTRE M<sup>2</sup>, L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE, EXPERTISE PIERRE apportent de précieux renseignements sur les dernières mutations
- **la FNAIM** a deux fichiers sur INTERNET :
  - \* les mutations intervenues mais en nombre limité
  - \* les offres sur toute la FRANCE, en grande quantité
- **la BANQUE DE DONNEES DE REFERENCES IMMOBILIERES (BDRI)**  
35 rue de la Tour 75116 PARIS, construite et alimentée par des professionnels de l'immobilier : experts immobiliers et administrateurs de biens.  
La consultation se fait sur INTERNET et, pour PARIS, il est donné la photographie de l'immeuble vendu.  
Il s'agit d'une belle banque de données mais avec un nombre limité de mutations : 50.000 au cours des 12 dernières années, principalement en région parisienne

Les immeubles commerciaux, bureaux, entrepôts, locaux d'activité, hôtels se vendent à partir des rentabilités actuelle et future

## II - LES NOUVELLES NOTIONS DE REVENU NET DANS LES TECHNIQUES D'ÉVALUATION IMMOBILIÈRE

### Le revenu net :

Depuis une dizaine d'années, on ne capitalise plus le revenu brut mais le revenu net. L'immeuble est devenu un véritable produit financier.

L'acquéreur entend en effet connaître le revenu exact que lui procurera le bien immobilier, comme des titres en Bourse, c'est à dire déduction faite de toutes les charges non récupérables sur le locataire qui, en général, sont :

- l'impôt foncier
- l'assurance immeuble
- les frais de gestion immobilière
- les réparations d'entretien sur l'immeuble

Les montants des trois premiers postes peuvent être déterminés sans difficulté. Par contre, pour les réparations sur l'immeuble, il ne suffit pas de prendre un coût annuel moyen des 10 dernières années par exemple, mais d'anticiper les réparations à venir : réfection entière de la couverture, ravalement, remplacement d'un élément d'équipement, etc...

En lissant les charges de l'immeuble, on trouve que le revenu net est généralement compris entre 85 et 95% du revenu brut de l'immeuble.

### Le taux de capitalisation à retenir :

On ne se référera pas uniquement au marché.

Il faut construire le taux de capitalisation. Ce taux dépend de trois paramètres :

- le coût de l'argent : OAT à 10 ans par exemple : 5% environ
- l'illiquidité du capital : un bien immobilier se vendant plus difficilement que des titres en Bourse : 1 à 1,50%
- les risques immobiliers : 0 à 3,50%  
voire 5% pour les locaux industriels

-----  
6 à 10%

Soit un taux de capitalisation compris entre 6 et 10% qui peut être corrigé pour tenir compte des tendances haussières ou baissières du marché, par comparaison avec les taux de rendement constatés sur celui-ci.

S'agissant de capitaliser un revenu net, on doit encore déduire les frais et droits de mutation y compris le coût d'obtention d'un prêt.

Le niveau des droits et frais de mutation dépend du montant de la vente :

- 6,50% pour une valeur supérieure à 70 MF
- 6,84% pour une valeur de 10 MF
- 7% pour une valeur de 5 MF
- 7,40% pour une valeur de 2 MF
- 8% pour une valeur de 1 MF
- 9,22% pour une valeur de 0,5 MF

### Un exemple pratique :

Prenons un immeuble de bureaux de 2000m<sup>2</sup> procurant un revenu annuel de 8 MF situé avenue des Champs Elysées pour lequel le bailleur ne supporte que :

- les grosses réparations de l'article 606 du Code Civil arbitrées à 2% du revenu brut annuel
- les frais de gestion immobilière avec un contrat à 3%

toutes les autres charges y compris les impositions foncières et l'assurance immeuble étant récupérées sur les locataires.

Le revenu net représente alors 100% - 2% - 3% = 95% du revenu brut.

Le taux de capitalisation à retenir peut se déterminer ainsi :

- coût de l'argent 5%
- illiquidité du capital 1%
- risques immobiliers : inexistants sur les

Champs Elysées pour un immeuble loué :

8.000.000 F  
----- = 4.000 F/m<sup>2</sup> 0%  
2.000m<sup>2</sup>  
-----  
6%

8 MF x 0,95

Soit une valeur de : ----- = 119 MF soit 60.000 F/m<sup>2</sup>  
6% x 1,065 (frais et droits)

### Les corrections de la valeur par examen de l'état locatif :

Cependant, l'examen des loyers révèle que :

1°) un local en étage de 200m<sup>2</sup> a été loué 6.000 F/m<sup>2</sup>, prix excédant le marché qui se situe à quelques 4.500 F/m<sup>2</sup>.

S'il ne s'agit pas d'une belle signature avec un contrat d'une durée ferme d'au moins 6 années, il convient de déduire du revenu de l'immeuble, la quote-part excédant la valeur locative.

Le revenu brut se trouve ramené à :

$$8 \text{ MF} - 200\text{m}^2 \times (6.000 \text{ F/m}^2 - 4.500 \text{ F/m}^2) = 7,7 \text{ MF}$$

2°) 200m<sup>2</sup> de bureaux sont loués 2.000 F/m<sup>2</sup> et le bail arrive à échéance dans 6 mois.

Il convient de corriger à la hausse le revenu de l'immeuble en tenant compte que le loyer du bail renouvelé devrait être fixé à la valeur locative, soit 4.500 F/m<sup>2</sup>.

Cependant, ce loyer n'étant pas encore obtenu, on pourra retenir un prix unitaire plus faible, de 4.000 F/m<sup>2</sup> par exemple, portant le revenu potentiel de l'immeuble à :

$$7,7\text{MF} + 200\text{m}^2 \times (4.000 \text{ F/m}^2 - 2.000 \text{ F/m}^2) =$$

$$8,1 \text{ MF portant la valeur de l'immeuble à } 120 \text{ MF}$$

3°) la boutique en rez-de-chaussée de quelques 150m<sup>2</sup> pondérés est louée

10.000 F/m<sup>2</sup> pondéré et le bail vient à échéance dans trois ans.

La flambée des prix sur l'avenue des Champs Elysées entraîne depuis 1998 un déplafonnement assuré des loyers en renouvellement.

Le marché se situe à quelques 50.000 F/m<sup>2</sup> pondéré côté pair,

35.000 F/m<sup>2</sup> pondéré côté impair.

Cependant le locataire a droit au renouvellement de son bail à la valeur locative définie à l'article L 145-33 du Code de Commerce (ancien article 23 du décret du 30 septembre 1953).

A défaut d'accord amiable, le loyer sera fixé judiciairement à un prix qui, dans les très beaux emplacements, n'excède pas la moitié du marché.

L'immeuble étant situé côté pair, le loyer pourra être fixé à 25.000 F/m<sup>2</sup> pondéré entraînant à terme une majoration du loyer de :

$$150\text{m}^2\text{p.} \times (25.000 \text{ F/m}^2 \text{ pondéré} - 10.000 \text{ F/m}^2 \text{ pondéré}) = 2.250.000 \text{ F}$$

portant le revenu de l'immeuble à : 8,1 MF + 2,25 MF = 10,35 MF

Cette valeur potentielle à trois ans doit être prise en compte parce qu'elle est certaine. Mais n'étant pas encore obtenue, il doit être retenu un taux de capitalisation un peu plus élevé que celui précédemment dégagé, par exemple 7,50% majorant la valeur de l'immeuble de :

$$\frac{2,25 \text{ MF} \times 0,95}{7,50\% \times 1,065} = 27 \text{ MF}$$

4°) le montant des dépôts de garantie entre les mains du bailleur représente trois mois de loyer, soit 2 MF.

Cette somme peut être rémunérée par la banque au taux de 3%, soit un revenu complémentaire de : 2 MF x 3% = 60.000 F/an, représentant une valeur en capital sur les bases précédemment retenues de :

$$\frac{60.000 \text{ F}}{6\% \times 1,065} = 0,9 \text{ MF}$$

La valeur de l'immeuble s'établit en conséquence à :

$$120 \text{ MF} + 27 \text{ MF} + 0,9 \text{ MF} = 148 \text{ MF}$$

faisant ressortir :

- un prix au m<sup>2</sup> de 74.000 F, à comparer aux mutations sur l'avenue
- un taux de capitalisation de :

$$\frac{8 \text{ MF}}{148 \text{ MF}} = 5,41\% \text{ par rapport au revenu brut}$$

$$\frac{8 \text{ MF} \times 0,95}{148 \text{ MF}} = 5,14\% \text{ par rapport au revenu net}$$

taux à comparer à ceux du marché.

Il convient enfin de rechercher si la valeur ainsi déterminée s'inscrit bien dans le marché et d'expliquer pourquoi si ce n'est pas le cas.

### **III - L'ÉVALUATION DU FONDS ET DU DROIT AU BAIL PAR LA MÉTHODE DU BÉNÉFICE**

Les valeurs de fonds étaient données par les traités :

- FRANCIS LEFEBVRE
  - CALON
  - FERBOS
- etc...

Ces ouvrages donnent des valeurs applicables au chiffre d'affaires TTC moyen des trois dernières années.

Ces valeurs sont issues de la compilation d'actes de cession.

Comme en matière immobilière, ce sont les capacités bénéficiaires qui déterminent l'enseigne à acquérir un fonds de commerce ou un droit au bail.

Avec le concept qu'elle développe et les produits qu'elle propose, l'enseigne connaît pour un emplacement donné : le chiffre d'affaires rapporté à la surface de vente qu'elle est susceptible de réaliser, son taux de marge et les charges locatives et salariales qu'elle supporte.

Les capacités bénéficiaires d'un fonds se composent de trois éléments :

- le résultat d'exploitation
- les dotations aux amortissements
- la rémunération brute du dirigeant, voire de l'excédent de rémunération par rapport à une normale rémunération du poste du dirigeant

C'est l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Cependant, il convient d'examiner l'origine de ce bénéfice. Est-il dû à l'exploitation du fonds ou à une rente de situation ou aux deux ?

Comment se répartit le bénéfice entre la stricte exploitation et la rente de situation ?

L'exploitant peut bénéficier, ne serait-ce que parce qu'il a acquis un droit au bail, d'un loyer réduit qui entraîne un gonflement de ses capacités bénéficiaires.

En conséquence, le bénéfice se décompose en deux parties :

- celle issue de l'exploitation du fonds si le loyer se situait au niveau du marché
- celle entraînée par l'insuffisance du loyer par rapport au marché constituant une véritable rente de situation se traduisant par une valeur de droit au bail

**Le droit au bail** prend en effet naissance dans la différence pouvant exister entre la valeur locative de marché et le loyer en vigueur.

Cette différence doit être capitalisée, non à partir de coefficients financiers mais de coefficients issus du marché qui tiennent compte, certes du coût de l'argent, mais aussi de la stratégie commerciale des enseignes.

Le marché donne actuellement les coefficients suivants :

- 0 dans les mauvaises situations
- 3 à 5 dans les emplacements n° 3, c'est à dire dans les petites situations
- 6 à 7 dans les emplacements n° 2 (bonnes situations)
- 7 à 8 dans les emplacements 1 bis (très bonnes situations)
- 8 à 10 dans les emplacements n° 1 : rue de Rennes, quartier Haussmann-grands magasins, rue de Rivoli, Saint Germain des Prés
- 12 dans les emplacements 1 top (Champs Elysées)

Ces coefficients varient dans le temps. Il y a 5 ans, ils n'excédaient pas 8 dans les meilleures situations.

**Le coefficient issu du travail** qui mesure la valeur du fonds est forcément plus faible que celui né d'une rente de situation.

Il est compris entre 4 pour des indépendants et 7 pour des enseignes nationales.

Ce coefficient dépend en effet du taux de marge et du volume du chiffre d'affaires réalisé par l'exploitant.

Le taux de marge des enseignes nationales est généralement compris entre 45 et 60%, les taux les plus élevés étant atteints par les enseignes qui fabriquent, alors que les indépendants ne dépassent guère 40% avec un volume de chiffre d'affaires moindre que celui des enseignes nationales.

Ce qui explique la différence des coefficients de capitalisation pouvant s'appliquer à des indépendants ou à des enseignes.

Lorsque l'emplacement n'est pas primordial pour l'activité exercée, le coefficient se réduit à 2 environ. C'est le cas des entreprises de fabrication, des activités intellectuelles, etc...

Pour les hôtels par contre, les fonds se négociaient, il y a trois ans, sur la base de 7 fois l'EBE. On atteint le coefficient 10 depuis 1 an et demi. Ce qui, le plus souvent, représente deux années (7 fois l'EBE) à 3 années (10 fois l'EBE) de chiffre d'affaires.

### **Un exemple pratique :**

Sur le meilleur tronçon de la rue de Passy, entre les magasins FRANCK & Fils et le PLAZA PASSY, les loyers de marché atteignent 10.000 à 12.000 F/m<sup>2</sup> pondéré.

Pour une boutique de 100m<sup>2</sup> pondérés, la valeur locative de marché est de l'ordre de : 100m<sup>2</sup>

pondérés x 11.000 F = 1.100.000 F.

Si le loyer n'est que de 600.000 F (6.000 F/m<sup>2</sup> pondéré), la capitalisation de la différence entre la valeur locative de marché et le loyer en vigueur génère une valeur de droit au bail qui, par application du coefficient 8 des très bonnes situations, conduit à une valeur de : (1.100.000 F - 600.000 F) x 8 = 4 MF.

L'exploitant réalise un chiffre d'affaires de 80.000 F/m<sup>2</sup> d'aire de vente qui mesure 75m<sup>2</sup>, soit : 75m<sup>2</sup> d'aire de vente x 80.000 F = 6 MF avec une marge brute de : 50% x 6 MF = 3 MF et des capacités bénéficiaires de :

* résultat d'exploitation	400.000 F
* dotation aux amortissements	300.000
* rémunération du dirigeant	350.000

-----  
excédent brut d'exploitation : 1.050.000 F

L'origine du bénéfice provient :

- à raison de la différence entre la valeur locative et le loyer :  
1.100.000 F - 600.000 F = 500.000 F  
de l'insuffisance de loyer générant une valeur de droit au bail de 4 MF
- en raison de la différence entre le réel bénéfice et la quote-part du bénéfice issue d'un loyer réduit : 1.050.000 F - 500.000 F = 550.000 F, générant une véritable valeur de fonds de commerce

Le fonds margeant à 50% est exploité par une enseigne nationale pour laquelle un dirigeant est nécessaire, moyennant une rémunération brute annuelle de 350.000 F, laissant un réel bénéfice au fonds de :

$$550.000 F - 350.000 F = 200.000 F$$

et conduisant à une valorisation du fonds de : 200.000 F x 7 = 1.400.000 F

Soit une valeur globale du fonds de :

- droit au bail	4.000.000 F
- valeur du fonds si le loyer était au niveau du marché	1.400.000
	-----
	5.400.000 F

5,4 MF

représentant : ----- = 90% du chiffre d'affaires HT

6 MF (CA)

ou 75% du chiffre d'affaires TTC

S'agissant d'un fonds de prêt à porter, les traités indiquent des valeurs comprises entre 40 et 70% du chiffre d'affaires TTC moyen.

En résumé :

- la valeur du fonds est égale à la valeur du fonds lorsque le loyer est au niveau du marché plus le droit au bail
- un fonds qui ne peut supporter la valeur locative de marché n'est pas rentable. N'étant pas viable, sa valeur ne peut se limiter qu'à celle du droit au bail. Ce qui, en cas d'éviction, exclut un transfert du fonds.

#### **IV - LA VALEUR HYPOTHÉCAIRE DANS LES GARANTIES IMMOBILIÈRES**

La valeur hypothécaire consiste à écarter les risques par lissage des amplitudes les plus fortes :

- de vacances des locaux de l'immeuble
- des travaux autres que d'entretien à effectuer sur l'immeuble
- des évolutions prévisibles des loyers. Par exemple, l'immeuble est loué 3.500 F/m<sup>2</sup> mais les valeurs locatives peuvent, à court terme, descendre à 2.800 F/m<sup>2</sup> ou le local s'avère difficile à relouer

L'examen de ces éléments conduit le plus généralement à effectuer un abattement de 15 à 20% sur la valeur de l'immeuble.

Ce sont les Allemands qui ont introduit la notion de valeur hypothécaire mais il faut dire que les amplitudes du marché allemand ont toujours été beaucoup plus faibles que celles des marchés américains, anglais ou français.

Les Anglais avaient horreur de cette notion de valeur hypothécaire. Ils y viennent cependant.

Michel MARX