

VALEUR, PRIX ET METHODES D'ÉVALUATION EN IMMOBILIER

Bernard THION

Chercheur associé au CEREG, Université Paris 9-Dauphine

Résumé

L'évaluation des biens immobiliers telle qu'elle se pratique fait souvent référence à la notion de valeur plutôt qu'à celle du prix. Le but de cette étude est de montrer que ces deux notions coexistent depuis très longtemps dans la littérature économique et qu'il est donc parfaitement logique que les méthodologies utilisées pour l'évaluation y fasse référence. Ainsi est-on conduit à étudier les différentes techniques d'expertises immobilières, avec leurs avantages et leurs inconvénients. Il semble que l'on soit passé insensiblement de méthodes d'appréciations empiriques à des méthodes issues de la théorie financière. La méthode hédoniste échappe pourtant à cette classification dans la mesure où s'inspirant de la nouvelle théorie du consommateur, elle valorise un immeuble, non pas dans sa globalité, mais élément par élément.

Plan de l'étude

1. Valeur et prix
 - La valeur en théorie
 - De la théorie à la pratique
2. Méthodes d'évaluation traditionnelles
 - Définition de la valeur vénale
 - Les méthodes d'expertise
 - La méthode par comparaison
 - Méthode d'évaluation par capitalisation
 - Méthode d'évaluation par les coûts
 - Phase dite de conciliation
3. L'approche moderne de l'expertise
 - Méthode financière des cash-flows
 - Les principes
 - Intérêt et simplification
 - L'amélioration de la lecture du marché : la méthode hédoniste
 - Les bases théoriques
 - Exemple chiffré

Conclusion

Traditionnellement les biens immobiliers sont évalués à partir d'expertises réalisées par des professionnels lors d'une mutation à titre onéreux. Mais deux possibilités sont à envisager : soit il s'agit d'un bien devant faire l'objet d'une transaction immédiate, soit il s'agit de la valorisation d'un immeuble faisant partie d'un patrimoine qui sera conservé en l'état.

Dans le premier cas, la valeur de marché sera considérée comme la référence. Dans le second cas, il peut sembler naturel que l'appréciation se fasse sur d'autres critères sachant que le détenteur n'a pas d'obligation au niveau de la vente et qu'aucun acquéreur potentiel ne s'est présenté spontanément. Cette dernière situation concerne notamment les gérants des SCPI et les compagnies d'assurances qui ont l'obligation légale de procéder régulièrement à l'évaluation des actifs inscrits au bilan. Mais s'interroger sur l'incidence de la situation du détenteur d'un bien immobilier sur la valeur de ce bien, c'est supposer à priori qu'il n'existe pas un seul prix mais plusieurs pour un immeuble déterminé.

Cette question de la valeur plurielle des actifs a déjà fait l'objet de nombreux débats. Certains économistes distinguent prix et valeur d'un bien, tandis que d'autres soulignent que le prix obtenu sur un marché est le seul indicateur fiable de la valeur. Une présentation des thèses en présence fera l'objet d'une première partie. Elle annonce un autre débat, celui entre les tenants des méthodes d'expertise classique présentées en deuxième partie et ceux qui leur préfèrent les méthodes modernes exposées en dernière partie.

1. Valeur et prix

La valeur en théorie

Le terme valeur appartient d'abord à la philosophie et la valeur dans son sens le plus général « consiste dans l'accord des jugements collectifs que nous portons sur l'aptitude des objets à être plus ou moins, et par un plus ou moins grand nombre de personnes, crus désirés ou goûtés¹ ». Déjà les Grecs au IV^e siècle avant J.C., considérant que l'échange résulte du fait que les individus recherchent des biens pour *vivre bien* mais ne produisent pas tout ce dont ils ont besoin, distinguaient une valeur d'usage et une valeur d'échange des biens. La première est celle qui venait satisfaire un besoin déterminé chez un individu, la seconde celle qui lui permettait d'obtenir un autre bien par l'échange (Aristote). Les chinois à la même époque avaient une conception plus étatique de l'équilibre des échanges et estimaient que : « s'il y a peu ou insuffisance, ce sera lourd; s'il y a beaucoup ou en abondance, ce sera léger... le grand profit de l'économie légère-lourde provient du fait d'employer une politique lourde contre une situation légère et de mettre en vente à bon marché des produits pour assurer l'équilibre du marché contre une situation lourde » (Kouang-Tchong, Le Kouan-Tseu; IV^e siècle av. J.C.)². Mais c'est à partir de la fin du XVIII^e siècle avec Adam Smith, puis David Ricardo que se constitue une véritable théorie de la valeur dont le but est, comme il s'agit d'économie, de parvenir à construire une explication des prix. La difficulté de l'entreprise, comme le rappelle Mouchot [1994], est double. D'une part, il s'agit d'expliquer la distinction entre valeur d'usage et valeur d'échange et, d'autre part de répondre à la question : quelle est la source de la valeur, la rareté, le travail, ou les deux à la fois ?

¹ Foulquié, 1962, Dictionnaire de la langue philosophique, PUF, p. 747.

² Cité par Wolff J., 1993, « Les pensées économiques des origines à nos jours », *Economica*, p. 21.

Adam Smith émet une double hypothèse sur cette origine. La première s'applique à un état primitif. À ce stade, où il n'y a pas accumulation des capitaux et appropriation du sol, c'est uniquement la quantité de travail incorporée dans la production d'un bien qui détermine sa valeur. La seconde concerne un état avancé de la société. Dans ce contexte, où certains individus ont accumulé des capitaux et sont devenus propriétaires terriens, la valeur doit tenir compte de la rémunération de l'ensemble des facteurs de production. En d'autres termes, la valeur d'un bien équivaut à la somme des salaires (prix du travail), des profits (rémunération du capital) et de la rente (loyer de la terre). Parallèlement, il différencie le « prix naturel » qui est le point central vers lequel gravitent continuellement les prix de toutes les marchandises et le « prix de marché », prix actuel auquel une marchandise se vend communément. Il peut être ou au-dessus ou en dessous ou précisément au niveau du prix naturel³.

Comme tous les économistes qui le suivent, A. Smith reconnaît que le bien économique peut être appréhendé de manière subjective par la satisfaction qu'il procure, et c'est la notion de *valeur d'usage*, ou de manière objective à partir de la quantité de bien échangé qui détermine la notion de *valeur d'échange*. Mais du fait de son caractère subjectif « donc non-communicable en un langage intelligible⁴ », la valeur d'usage ne peut faire l'objet d'un discours scientifique et n'est donc pas prise en compte dans la théorie de la valeur. De ce fait, les théories de la valeur apparaissent comme des explications partielles des prix et alimentent les discussions entre prix « réel » et prix « théorique ». Ces théories se répartissent d'ailleurs en deux familles : celles qui se fondent sur le travail (Ricardo, Marx) et celles qui se fondent sur la rareté (Walras, Pareto) qui seront évoquées successivement.

C'est pour pouvoir mesurer la valeur du Produit National Brut anglais que David Ricardo élabore sa théorie de la valeur⁵. Il oppose les biens rares et les biens non rares. S'agissant des premiers leur valeur dépend surtout de leur rareté. Or, on ne peut pas s'attacher à étudier des biens dont la valeur dépend « de la fortune, du goût et du caprice » ou qui sont fabriqués à partir de situations de monopoles. Pour les seconds dont la quantité peut s'accroître par « l'industrie de l'homme et dont la production est encouragée par une concurrence libre de toute entrave », la valeur ne dépend pas d'un échange particulier, mais surtout de la quantité de travail nécessaire à la production de ce bien. Tout en reconnaissant l'importance du marché, il estime que le profit et la rente sont des connaissances de la valeur et non pas des causes de celle-ci et que par conséquent il ne faut pas en tenir compte pour son calcul.

Enfin, pour Léon Walras et les théoriciens de la rareté, la valeur d'échange se détermine sur le lieu d'échange, c'est-à-dire sur le marché. Pour eux, c'est la demande qui est essentielle car elle « doit être considérée comme le fait principal, et l'offre comme un fait accessoire. On n'offre pas pour offrir, on offre que parce qu'on ne peut pas demander sans offrir; l'offre n'est qu'une conséquence de la demande⁶ ». Le prix résulte d'un état d'équilibre général, c'est-à-dire au moment où le profit pur est nul, où l'entrepreneur disparaît. « Ils subsistent alors non comme entrepreneurs mais comme propriétaires fonciers, travailleurs ou capitalistes dans leurs propres entreprises ou dans d'autres ».

Il se dégage de ces théories - qualifiées de classiques et néo-classiques - que le prix d'un bien ne résulte pas simplement du libre jeu de la concurrence et de la confrontation

3 A. Smith, 1776, « La richesse des nations ».

4 P. Dieterlen, 1964, « L'idéologie économique », Cujas, In: Mouchot [1994].

5 D. Ricardo, 1817, « Des principes de l'économie politique et de l'impôt ».

6 L. Walras, 1874, « Eléments d'économie politique pure »

naturelle de l'offre et de la demande mais s'établit, pour les uns en fonction de la valorisation des facteurs de production, pour les autres en fonction de la demande liée à un phénomène de rareté. On retrouve ainsi les bases de discussions fréquentes sur l'origine des augmentations des prix immobiliers. Certains les attribuent essentiellement au foncier, qui devient alors un élément majeur du coût de la production immobilière et d'autres à la demande issue de la rareté d'une catégorie d'immeubles. Ces discussions apparaissent aussi, certes de manière un peu différente, au niveau des valeurs mobilières. Il s'agit alors de savoir s'il faut apprécier la valeur d'une société sur la base du prix des dernières transactions réalisées sur ses actions - transactions qui portent généralement sur une faible partie des titres disponibles sur le marché (phénomène de rareté) - ou à partir de l'analyse des données fondamentales de la société ayant émise ces titres (rémunération des facteurs de production).

Or, à partir du milieu des années cinquante la représentation de l'économie globale en termes de prix et de marché où le rôle principal est tenu par le taux d'intérêt commence à devenir prépondérante. En se basant sur le résultat d'analyses empiriques ou des raisonnements purement déductifs ou théoriques la réponse actuelle des économistes sur le point de savoir s'il faut différencier le prix de la valeur d'un actif est négative. Pour expliquer cette position, Paul Samuelson a inventé le concept de « prix fantôme » car, précise-il, « on a jamais vu sur terre ou sur mer, la vraie valeur, le vrai prix. On l'a vu uniquement dans les bibliothèques des économistes » et il ajoute qu'aucune estimation de la valeur intrinsèque n'est plus précise que le prix de marché sur lequel acheteur et vendeur se mettent d'accord.

Paul Samuelson est le premier économiste américain à avoir reçu en 1970 le prix Nobel de sciences économiques. Il est à l'origine d'une des plus importantes innovations théoriques connue sous le nom d'Hypothèse des anticipations rationnelles, selon laquelle la plupart des êtres humains ont des préférences stables et bien définies, et font des choix rationnels cohérents avec ces préférences. Il a étudié comment le comportement humain détermine les anticipations et comment les anticipations déterminent les prix spéculatifs sur les marchés financiers. Les théories économiques classiques, développées notamment par A. Smith, reposaient sur l'existence d'une main invisible qui guidait le système de la libre entreprise, des marchés concurrentiels et de la propriété privée, les individus s'efforçant de suivre uniquement leur propre intérêt. Samuelson développe l'idée selon laquelle le comportement des investisseurs produit des prix qui fluctuent de manière aléatoire mais reflètent au mieux les valeurs intrinsèques. « On pourrait s'attendre à ce que les gens sur les marchés qui poursuivent de manière avide et intelligente leur intérêt personnel, tiennent compte des événements futurs dont il est possible de voir, en un sens probabiliste, qu'ils projettent leur ombre devant eux ». Comme le précise P. Berstein⁷, Samuelson insiste beaucoup sur l'importance de l'information car aucun investisseur en action, aucun acheteur de marchandises livrables à une date future, et aucun prêteur ou emprunteur ne peut arriver à une décision sans disposer d'une quelconque information, ou suivant la formule de J. Treynor, rédacteur en chef du *Financial Analyst Journal* : « si vous n'êtes pas assuré de devenir riche en utilisant toutes les informations disponibles, par contre, vous pouvez être certain que vous deviendrez pauvre si vous ne le faites pas ».

En définitive, quatre principes généraux peuvent être énumérés concernant la double notion de valeur et de prix :

- Les prix ont tendance à tourner autour de la « vraie valeur ».
- En théorie, la concurrence rétablit toujours l'égalité entre le prix d'un bien et sa valeur.

⁷ Peter L. Berstein, 1995, « Des idées capitales » PUF. Berstein montre dans cet ouvrage comment un nombre impressionnant de lauréats du prix Nobel d'économie ont forgé toute une nouvelle architecture de l'économie financière. Les citations de Samuelson sont extraites de ce livre.

- Aucune autre estimation de la valeur intrinsèque n'est plus précise que le prix de marché.
- Encore faut-il que ceux qui achètent ou qui vendent disposent de la même information.

De la théorie à la pratique

Le message important qui résulte de ces réflexions - dans un contexte de relative abondance des biens immobiliers - est donc, finalement, qu'aucune autre valeur n'apparaisse plus proche de la valeur intrinsèque que celle donnée par le prix de marché. Cela signifie que lorsqu'on recherche la valeur réelle d'un bien, il faut essentiellement se fier à sa valeur de marché. Lorsque le marché n'est pas systématiquement efficient, ce qui est assez fréquent en matière d'immobilier notamment quand la concurrence fautive d'être parfaite est à peine réelle et que l'information existante est partielle, il faut pouvoir cependant être en mesure d'estimer les biais provoqués par cet état particulier. C'est ce qui se produit souvent pour les actions des sociétés foncières lorsqu'on observe une décote importante de leur cours sur le marché boursier. Cette différence, qui peut atteindre trente à quarante pour cent, entre la valeur d'expertise des biens immobiliers détenus par la société et celle résultant de la valorisation des cours des titres de la société traduit, pour l'essentiel, le manque de confiance des acheteurs dans les informations diffusées par la société, en particulier pour la valorisation des immeubles inscrits au bilan.

Aussi, lorsque le marché n'est pas efficient, ne serait-ce que par manque d'organisation, le problème est alors d'établir un prix qui soit le plus proche du marché, c'est-à-dire qui tienne compte du maximum d'informations disponibles. Or, fondamentalement, le prix résulte de deux facteurs :

- le premier tient compte des informations du moment, ou des informations exploitables sur les données observées dans le passé;
- le second, tout aussi important, correspond à des estimations sur l'avenir des biens ou des actifs étudiés.

Le prix de marché sera le prix d'équilibre résultant des observations sur les transactions passées et sur les estimations futures de la rentabilité du bien. Le vendeur a tendance à se baser sur des informations passées ou actuelles pour définir son prix. Il connaît les conditions dans lesquelles il s'est procuré le bien, son prix d'acquisition et les rendements qu'il a pu en obtenir. Par contre, l'acheteur doit nécessairement anticiper les conditions d'exploitation, le rendement locatif et le prix de revente du bien dans les années futures. Il y a donc deux approches assez différentes, l'approche « passée » et l'approche « future », qui transparaissent dans toute négociation immobilière.

Cette dualité se retrouve aussi dans les techniques utilisées pour la mise en vente des biens immobiliers. Ainsi, en Ecosse, le vendeur fait un appel d'offre sans préciser le prix qu'il souhaite obtenir de la cession de son bien. Au vue des résultats de sa consultation, si la meilleure offre lui paraît acceptable, il décide de le céder. Sinon il retire son bien de la vente. Les acheteurs sont dans une position assez difficile car ils font une offre sans connaître exactement ni le nombre d'acheteurs potentiels ni le prix qu'ils vont proposer. Cela les oblige à faire une étude de marché assez exhaustive. En France et généralement dans les pays latins, c'est le vendeur qui fixe le prix et les acheteurs potentiels se présentent ou non en fonction des prétentions du vendeur. Ce n'est que lorsqu'il y a plusieurs acheteurs en lice qu'une procédure d'appel d'offre est parfois mise en place. Dans le premier cas on est dans une logique de marché et d'anticipations sur le futur puisque les acheteurs projettent nécessairement les conséquences de leur décision sur les années à venir. Dans le second cas,

c'est la référence aux facteurs de production qui prédomine, les vendeurs étant surtout sensibles à la marge qu'ils vont dégager sur la cession par rapport aux éléments de son coût d'acquisition.

De ces modalités de mise en vente résultent aussi deux méthodologies d'évaluation. La première tient lieu de fondement de l'expertise traditionnelle. La seconde, surtout pratiquée par les anglo-saxons, tend à épouser les méthodes financières d'évaluation. Le prix doit résulter de la confrontation entre les résultats de ces deux méthodologies, qui traduisent en définitive la confrontation entre l'offre du vendeur et la demande de l'acheteur.

2. Méthodes d'évaluations traditionnelles

L'expertise n'est pas une science exacte. On peut également dire qu'elle n'est pas une science rigide. L'expertise est un acte de lecture des marchés à partir de normes qui sont parfois contestables mais qui ont l'avantage de définir un cadre unique pour toutes les évaluations. L'analyse des méthodes consacrées par l'usage répond à un double objectif :

- définir un principe commun à l'expertise : un acte de lecture du marché
- définir une limite commune à l'expertise : un manque de lisibilité du marché.

De façon schématique, le processus général d'évaluation repose sur une définition de la valeur, des méthodes de détermination de la valeur, une phase de conciliation.

2.1 Définition de la valeur vénale

La valeur que cherche à déterminer l'expert est la valeur dite vénale, également intitulée valeur marchande, prix de marché, valeur de réalisation. Dans le guide méthodologique relatif à l'évaluation des actifs immobiliers, le concept de valeur vénale est défini de la façon suivante par les professionnels de l'expertise :

La valeur vénale correspond au prix auquel un bien ou un droit de propriété peut être raisonnablement cédé en cas de mise en vente amiable au moment de l'expertise les conditions suivantes étant supposées réunies :

- a- libre volonté du vendeur*
- b- l'existence d'au moins deux acquéreurs potentiels.*
- c- la disposition d'un délai raisonnable pour la négociation, compte tenu de la nature du bien et de la situation du marché.*
- d- le maintien de la valeur à un niveau sensiblement stable pendant ce délai.*
- e- des conditions de mise en vente et de publicité normale.*
- f- que les parties en présence n'ont pas été influencées par des raisons de convenance personnelles.*

Il est en outre précisé par ce guide, que la valeur vénale d'un bien peut être défini sous deux hypothèses :

- la valeur libre d'un bien ou supposé tel, partant du principe que le bien est vacant et libre de toute occupation,

- la valeur du bien occupé qui tient compte de la présence dans les lieux d'occupants titrés ou non.

A noter que ces différentes conditions concernent le fonctionnement du marché et non la notion même de valeur et que, logiquement, la prise en compte des anticipations de l'acquéreur sur le rendement locatif lié à la présence ou non d'occupants, devrait faire l'objet d'une méthodologie unique. En effet, pour qu'il y ait prix de marché, il faut nécessairement l'existence d'un marché concurrentiel. D'où la définition retenue par la Cour de cassation :

« 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 au jour de la mutation. »
(Cass.com. 6 mai 1986, Chancel, Bull. IV, p. 70).

2.2 Les méthodes d'expertise

Traditionnellement, la valeur vénale est déterminée : soit par une approche par comparaison directe, soit par capitalisation d'un revenu effectif ou théorique. La méthode par le coût de remplacement n'est utilisée que de façon marginale, à titre consultatif ou par défaillance des autres méthodes.

§ 1. La méthode par comparaison

L'évaluation par comparaison a les faveurs de l'administration et de l'expertise traditionnelle. « L'administration des impôts préconise généralement l'utilisation de la méthode d'évaluation par comparaison et considère qu'en aucun cas, la moyenne arithmétique des résultats obtenus en appliquant différentes méthodes, aussi nombreuses soient-elles, ne saurait traduire la valeur vénale réelle d'un immeuble. Pour l'administration, seule une analyse rigoureuse des prix constatés sur le marché permet d'éliminer les valeurs extrêmes et de dégager des tendances dominantes d'un marché apparemment discordant. La méthode d'évaluation par comparaison procède directement de l'application de ces principes. Par ailleurs, c'est la principale méthode utilisée non seulement par l'administration, mais aussi par les experts privés et les juridictions qui ont à connaître des litiges portant sur les valeurs immobilières. Les autres méthodes ne sont utilisées que lorsque les résultats obtenus par la méthode d'évaluation par comparaison ont besoin d'être confortés en raison notamment de la faiblesse de l'activité du marché local. (Rép. Peyrou, Sén. 25 mars 1982, p. 835) »⁸. C'est donc, en France, une méthode fondamentale d'application générale.

A- Présentation de la méthode

Le principe de la méthode comparative est simple. Ayant à estimer un bien quelconque, l'évaluateur recherchera des exemples de ventes récentes de biens comparables. Pour mener à bien la comparaison, on réduira l'ensemble des biens à une dénomination commune, appelée réduction. Les biens immobiliers se caractérisant essentiellement par leurs dimensions, les réductions les plus courantes sont des unités de surface (mètre carré pour les terrains à bâtir, hectare pour les terrains d'agrément ou de culture, mètre carré utile pour les appartements, etc.). Il existe toutefois d'autres types de réductions comme la chambre pour les hôtels, les lits pour les cliniques, la place spectateur pour les établissements de spectacle.

⁸ Cité par les Editions Francis Lefebvre dans l'ouvrage intitulé « Evaluation », 1992, p. 20

La valeur unitaire ainsi définie sera multipliée par le nombre de m² du bien expertisé pour en obtenir sa valeur. Cette méthode se résume à une règle de trois. Elle repose sur le critère de substitution : un acheteur informé n'accepte pas de payer un bien à un prix supérieur au prix du bien qui pourrait lui procurer les mêmes avantages.

Si cette méthode est simple dans son principe, elle est plus difficile à mettre en oeuvre. Elle nécessite la recherche de transaction d'unité comparable par une étude exhaustive, objective et critique du marché. Cette lecture du marché conditionne le résultat et la fiabilité de cette méthode.

Les principales sources de données sur les ventes sont les suivantes : les notaires et agents immobiliers, les conservations des hypothèques (toute personne qui a connaissance, soit des noms, prénoms et date de naissance du vendeur ou de l'acquéreur, soit des références cadastrales du bien cédé, peut obtenir la copie d'un acte de vente auprès de la conservation des hypothèques). On doit, par contre, ne pas retenir les informations recueillies dans les journaux et les répertoires des maisons à vendre. En effet, l'écart entre les prix annoncés et les prix obtenus entraîneraient un biais statistique.

De façon générale, l'expert doit, à partir de ces sources d'information, sélectionner toutes les ventes qui ont eu lieu dans le sous-marché immédiat de l'objet d'évaluation. L'objectif de cette sélection est d'obtenir un échantillon homogène, la méthode par comparaison consistant à transposer au bien à évaluer une valeur que l'on souhaite représentative. La comparabilité étant une notion relative il s'agit de retenir des mutations récentes (unité de temps), présentant des similitudes de localisation (unité de lieux), et des caractéristiques physiques comparables.

B- Les facteurs qui influencent la comparaison

L'unité de lieu : Pour l'évaluation d'immeuble de rapport, la comparaison doit s'effectuer dans des secteurs du marché où sont offerts des services comparables à des loyers comparables. Il est d'usage de considérer une aire géographique plus vaste que pour les unités résidentielles, ou l'unité de lieu est le quartier. S'il est impossible de trouver des ventes dans le même quartier, on devra étendre la prospection à des quartiers qui ont les mêmes caractéristiques (accessibilité, type de construction, taxe, type de ménage)

L'unité de temps : Son amplitude est fonction du dynamisme du marché sous-jacent au bien expertisé. Les éléments de référence présentent par définition une antériorité à la date d'expertise. Si le marché étudié présente une forte volatilité, les éléments de référence seront très vite en décalage avec le marché. Il est dans ce cas nécessaire de réduire l'unité de temps.

L'unicité du bien : Dans l'absolu l'unicité de chaque bien oblige l'expert à faire des ajustements. L'analyse du marché exige ainsi une observation par caractéristique à ajuster. De ce fait, le nombre de propriétés comparables à retenir est directement déterminé par le nombre de caractéristiques différentes de l'objet expertisé. L'expert devrait définir la contribution marginale de chaque caractéristique pour homogénéiser les comparables à l'objet expertisé, soit par une régression linéaire simple, de façon séquentielle pour des biens présentant plusieurs caractéristiques distinctes, soit par une régression linéaire multiple, c'est le principe de la méthode hédoniste.

C- Les limites de la méthode par comparaison :

La fiabilité de cette méthode est liée aux possibilités de lecture du marché. Ainsi, dans le cadre de marché étroit, caractérisé par une pénurie relative d'objets comparables en raison

de la forte identité du bien à expertiser, l'expert aura des difficultés à la mettre en oeuvre. Dans les cas extrêmes, l'importance des ajustements pénalisera cette méthode. Un second reproche concerne l'intégration du facteur temps : la méthode par comparaison est focalisée sur le passé. Ainsi, elle ne fait que reproduire la tendance passée à la hausse comme à la baisse. Ce qui peut aboutir à une amplification des mouvements du marché. Par exemple, si des hausses de 10% ont été observées deux années de suite, les prix seront augmentés d'un pourcentage équivalent l'année suivante, même si entre-temps le marché s'est stabilisé ou retourné. En fait, cette méthode fait trop souvent référence au prix du dernier objet vendu qui constitue alors abusivement le marché. La valeur dite vénale, fondée sur des transactions passées est naturellement en contradiction avec une logique acheteuse qui doit essayer d'anticiper les événements futurs. Il en résulte nécessairement des blocages et parfois une multiplication des panneaux « à vendre » dans nos cités.

§ 2. Méthode d'évaluation par capitalisation

Il apparaît évident que la valeur d'un bien ne peut être indépendante des revenus qu'il procure. Aussi est-il naturel de calculer le rapport entre le montant du loyer annuel et la valeur d'un immeuble. Le professionnel connaissant ce rapport peut l'appliquer au loyer d'un immeuble afin d'en déterminer la valeur. Le rendement locatif jugé approprié par l'évaluateur est donc utilisé comme taux de capitalisation du loyer. Bien évidemment, l'inverse de ce taux, c'est-à-dire le rapport entre la valeur de l'immeuble et le montant annuel des loyers⁹ permet de déterminer le nombre d'années nécessaires pour que les revenus locatifs égalisent le montant de l'investissement.

Ainsi la méthode d'évaluation par capitalisation du revenu permet d'obtenir la valeur vénale d'un immeuble en appliquant au revenu de cet immeuble un coefficient de capitalisation. Elle repose alors sur l'existence d'une corrélation entre le revenu d'un immeuble et sa valeur marchande. Sa mise en oeuvre nécessite la détermination du revenu généré par l'immeuble et du taux de capitalisation.

A- Présentation de la méthode

Sur le plan théorique, si l'on désigne par R le taux de capitalisation, et par L(t) et V(t) le loyer et la valeur du bien à un instant (t), on peut écrire $V(t)=L(t)/R$. Cette relation exprime sur le plan purement mathématique que la valeur du bien serait équivalente, dans l'hypothèse d'un loyer fixe égal à L, à la valeur d'une rente perpétuelle dont la rente serait le loyer. R, est également appelé taux de rendement. Nous verrons par la suite qu'il est possible de lever l'hypothèse de constance des loyers et de substituer à la notion de rendement le concept de rentabilité utilisée dans la méthode financière.

L'estimation par capitalisation peut être également considérée comme un cas particulier de la méthode comparative, la détermination du taux de capitalisation se faisant à partir de la lecture du marché immobilier, par comparaison. La mise en oeuvre de cette méthode nécessite de déterminer le revenu généré par le bien et le taux de capitalisation applicable à ce revenu. Cette méthode peut être déclinée de différentes façons selon l'assiette de revenu considéré auxquelles correspond des taux de rendements distincts.

⁹ Au XVIIIe siècle on utilisait déjà l'expression "au denier" pour désigner ce multiplicateur.

Pour la détermination du revenu, il est préférable de se baser sur le revenu brut et non sur le revenu net. Le revenu net est trop fluctuant pour constituer une base d'évaluation. En raison de la sensibilité de la valeur vénale au taux de capitalisation, la détermination de ce taux constitue une étape importante. Le choix du taux de capitalisation se fait par référence au marché immobilier. L'expert va rechercher parmi les données du marché, un certain nombre de ventes pour lesquelles il connaît les revenus et les prix de vente. Si les biens retenus constituent un échantillon homogène représentatif du bien expertisé, les taux de capitalisations sont proches et permettent d'en déduire un taux de capitalisation normal. Reste à appliquer ce taux au revenu de l'objet expertisé.

Plusieurs critères doivent être considérés pour obtenir un échantillon homogène. La méthode par capitalisation traite des flux de revenu sans distinguer leur origine. Il faut donc s'assurer que la répartition entre la valeur du terrain et du bâtiment soit approximativement la même. Le taux de capitalisation est un taux de rendement et non une rentabilité. Il faut donc s'assurer que les biens utilisés dans les comparaisons subissent approximativement la même appréciation ou dépréciation que le bien étudié. Ils doivent donc être d'âge similaire et situés dans des marchés similaires. Le taux de rendement doit récompenser le risque assuré par le propriétaire. L'échantillon doit être constitué de biens présentant un niveau de risque similaire. Dans la pratique, la difficulté de trouver des termes comparables conduit l'expert à ajuster le taux de capitalisation issu du marché.

B- Le choix du taux de capitalisation

Pour mener à bien cette opération, il est nécessaire de connaître les facteurs qui influencent ce taux. Le taux de capitalisation varie en sens inverse de la classe de l'immeuble. Plus celui-ci est de haut de gamme, plus le taux de capitalisation est faible. Lorsque le bien étudié comporte des cours ou des terrains importants, le taux de capitalisation retenu est largement inférieur aux taux habituellement constatés pour des constructions identiques, car la valeur vénale du terrain représente une part importante de la valeur totale du bien. Pour un bien vétuste, le taux de capitalisation est élevé car ces immeubles exigent de grosses réparations et sa valeur vénale s'en trouve réduite. Le taux va également varier avec le régime d'occupation.

L'étude des facteurs qui influencent le taux de capitalisation permet de comprendre l'adoption d'un taux majoré ou minoré par rapport au taux observé. Toutefois la quantification de l'impact de ces facteurs reste à l'appréciation de l'expert dans une large mesure. En raison de la forte sensibilité de la valeur vénale au taux de capitalisation, la détermination du taux de capitalisation n'est pas neutre. En la jugeant arbitraire, elle alimente le discours des détracteurs de cette méthode. L'étude de l'impact du taux de capitalisation sur la valeur vénale permet de mieux comprendre l'enjeu du débat.

Tableau 3.1 Variation des valeurs en fonction d'une variation du taux de capitalisation

Augmentation du taux de	Les valeurs diminuent de (%)	Baisse du taux de	Les valeurs augmentent de (%)
1 à 2	-50,00	2 à 1	100,00
2 à 3	-33,33	3 à 2	50,00
3 à 4	-25,00	4 à 3	33,33
4 à 5	-20,00	5 à 4	25,00
5 à 6	-16,67	6 à 5	20,00
6 à 7	-14,29	7 à 6	16,67
7 à 8	-12,50	8 à 7	14,29
8 à 9	-11,11	9 à 8	12,50
9 à 10	-10,00	10 à 9	11,11

10 à 11	-9,09		11 à 10	10,00
---------	-------	--	---------	-------

Ce tableau illustre la sensibilité de la valeur vénale au taux de capitalisation. On remarque que cette sensibilité n'est pas linéaire : les variations de valeurs obtenues pour une même variation de taux n'évoluent pas de façon constante. On constate que la sensibilité est corrélée négativement au taux. Ces relations sont valides à la hausse comme à la baisse mais de manière non symétrique.

En inversant la causalité, on peut également chercher à déterminer un intervalle de confiance d'un taux de capitalisation pivot, représentant un écart identique de valeur de +/- 5% pouvant correspondre à la marge d'évaluation propre à l'expert.

Tableau 3.2 Evolution de l'intervalle de confiance pour un écart de 5%

Taux pivot	Intervalle de confiance		Amplitude de l'intervalle de confiance
1	0,95	1,05	0,10
2	1,90	2,11	0,20
3	2,86	3,16	0,30
4	3,81	4,21	0,40
5	4,76	5,26	0,50
6	5,71	6,32	0,60
7	6,67	7,37	0,70
8	7,62	8,42	0,80
9	8,57	9,47	0,90
10	9,52	10,53	1,00
11	10,48	11,58	1,10

Ce tableau met en évidence que l'amplitude de l'intervalle de confiance est fonction du niveau du taux. Elle augmente au fur à mesure que le taux augmente. En partant de l'idée que l'expertise n'est pas une science exacte, et qu'il existe une imprécision de l'ordre de 5% dans la fixation de la valeur vénale, juger de l'arbitraire de cette méthode revient à se demander lorsque les taux sont très faibles, si une lecture rigoureuse du marché, fondé sur des critères objectifs permet de définir un taux de capitalisation appartenant à l'intervalle de confiance. Dans ce cas, rejeter cette méthode revient à dire que l'analyse du marché n'est pas suffisamment discriminante. Pour des taux très élevés, on peut aussi se demander, si la lecture du marché n'est pas discréditée par la faible sensibilité de la valeur vénale à ce type de taux qui se manifeste par une forte amplitude de l'intervalle de confiance.

Il reste enfin à étudier l'attitude de l'expert face à un loyer hors marché. La première question posée est de savoir si cette situation est susceptible de perdurer. Les dispositions légales étant en faveur du locataire et non du propriétaire, deux cas sont à distinguer :

Logement loué trop cher : Cette situation défavorable au locataire est limitée dans le temps compte tenu des facilités du locataire à quitter les lieux. Pour déterminer la valeur du bien, on capitalisera le loyer jugé normal et non l'effectif au taux de capitalisation du marché.

Logement mal loué : Cette situation défavorable au propriétaire s'inscrivant dans le temps, on devra pratiquer une décote par actualisation de la perte du loyer, considérée comme la différence entre le loyer normal et le loyer constaté. Pour déterminer la décote, il est nécessaire d'estimer la durée pendant laquelle le loyer ne pourra pas être ajusté. Cette durée est fonction du type de bail et des conditions de financement. Pour un logement en loi de 48,

avec un droit au maintien dans les lieux, on ne peut retenir que l'espérance de vie du locataire. Pour les autres cas de location, le renouvellement de bail permet la remise à niveau du loyer. Parfois, ce sont les conditions de financement qui plafonnent les loyers pour une certaine durée. Les dispositions légales induisent un rapport de force en faveur du locataire. La rente de situation du propriétaire a une durée de vie plus courte que celle du locataire. Au niveau de l'expertise, cela se traduit par l'enregistrement d'une décote, et la non prise en compte d'une surcote.

C- Limites de la méthode de capitalisation

L'utilisation de cette méthode suppose que le taux de capitalisation retenu traduise la valeur de marché du bien immobilier correspondant, c'est-à-dire qu'à des revenus locatifs identiques correspondent des prix de marché identiques. Comme c'est rarement le cas, l'expert est obligé d'ajuster à la fois les taux et les revenus en fonction de règles plus ou moins arbitraires qui limitent d'autant les possibilités d'application. En outre les ajustements de taux, même minime, déterminent souvent des variations de valeur très importantes qu'il y a lieu de contrôler en se référant aux prix pratiqués sur le marché. En définitive, ces ajustements aboutissent à recalculer le taux de capitalisation en partant de la valeur de marché - obtenue par comparaison - et, donc, en quelque sorte, de rendre inutile cette méthode d'évaluation par capitalisation.

§ 3. Méthode de l'évaluation par les coûts

Cette méthode est surtout utilisée pour les expertises demandées à la suite de la survenance d'un sinistre. La question posée est alors de connaître le montant de l'indemnisation à verser au propriétaire du bien immobilier pour qu'il retrouve son immeuble en l'état. Si, par exemple, un incendie a ravagé l'ensemble, le montant de l'indemnité sera équivalent à la valeur de l'immeuble au moment du sinistre excepté le prix du terrain.

Pour déterminer cette valeur on procède à une évaluation du prix de reconstruction à neuf, duquel on déduit un certain nombre d'abattements permettant d'ajuster cette valeur à l'état du bien au moment du sinistre. En y ajoutant le prix du terrain on obtient la valeur de l'immeuble. Mais ces abattements étant plus ou moins bien justifié, il en résulte des critiques assez virulentes pour l'application de cette méthode à la détermination de la valeur vénale des biens immobiliers.

Pour autant, alors qu'en France cette méthode n'est pas reconnue par les tribunaux, en Suisse elle sert de base à l'évaluation des fonds immobiliers.

A- Exposé de la méthode

Le principe se résume à la relation suivante :

$$V = \text{Prix du terrain} + (\text{Prix construction neuve} - \text{Dépréciations})$$

1°) Le prix du terrain résulte d'une évaluation par la méthode de comparaison avec les avantages et les inconvénients de cette méthode, mais appliquée à un élément restreint de l'ensemble (de 10% à 20% suivant la localisation). En particulier, la topographie du terrain, sa configuration géométrique, son orientation et sa localisation sont des éléments qu'il faut pouvoir correctement ajuster dans la comparaison.

2°) Détermination du coût de reconstruction à neuf

Théoriquement, on peut soit reconstruire, soit remplacer.

Reconstruire, c'est : « Produire une réplique exacte du bâtiment. Cette réplique doit incorporer les mêmes matériaux, les mêmes procédés de construction et les mêmes particularités de design et de décoration que le bâtiment initial. Cette réplique incorpore donc les éléments de désuétude et de suréquipement qui peuvent affecter le bâtiment ». **Remplacer**, c'est : « Produire un bâtiment substituable : un bâtiment qui, sans nécessairement reprendre le même modèle ni les mêmes matériaux, pourra procurer la même utilité à son utilisateur¹⁰ ».

La première possibilité coûte plus chère et la seconde est souvent plus utile. En effet, le recours à des matériaux de substitution et des procédés de construction novateurs ainsi que l'élimination des désuétudes physiques et fonctionnelles dans le cas du remplacement aboutit à des économies et une meilleure utilisation du bâtiment. Plutôt que reconstruire on préfère donc généralement remplacer.

Deux techniques sont généralement utilisés pour déterminer le prix du neuf. Soit la comparaison directe entre bâtiment de même nature ramené au mètre carré de surface (chambres pour un hôtel, magasins dans un centre commercial,...), soit la sommation des prix de revient actuels des différentes composantes de la construction. Dans ce dernier cas, on peut soit simplifier en décomposant le moins possible (par exemple en fonction de différents lots : fondations, maçonnerie, charpente couverture, second œuvres) ou au contraire détailler les quantités de matériaux utilisés et les temps requis pour leur mise en place. Une variante est de reprendre le prix de construction à neuf à partir, lorsqu'elle est connue, de la décomposition des prix de la construction à l'époque de sa réalisation, puis d'appliquer à ces divers éléments un indice de revalorisation comme celui du bâtiment (BT 01) ou celui de la société centrale des architectes. Le prix du neuf est alors déduit du coût originel de la construction en actualisant ses composantes à partir d'index appropriés.

3°) Dépréciations

On distingue généralement la dépréciation physique résultant de la détérioration d'un bâtiment ou de la vétusté de ses équipements, la dépréciation fonctionnelle ou obsolescence liée à la diminution de l'utilité du bâtiment, et la dépréciation économique provenant d'une modification de son environnement ou de son cadre juridique. Ce dernier facteur peut d'ailleurs être dans certains cas une source d'amélioration compensant pour tout ou partie les dépréciations précédemment citées.

L'estimation de ces dépréciations ne repose pas sur une méthodologie très rigoureuse mais sur un ensemble de pratiques adaptées de la multiplicité des causes de dépréciations. La méthode la plus simple et probablement la plus convaincante, lorsque le marché présente de nombreuses transactions sur des biens analogues, consiste à observer la dépréciation dans des immeubles comparables. Le montant de la dépréciation, en prix au mètre carré, correspondra à l'écart entre une construction neuve et un bâtiment ancien de même type. La plus critiquée, notamment par les tribunaux, est celle qui, partant d'une estimation du prix du bâtiment à son origine puis de sa revalorisation, détermine des coefficients d'abattements en fonction de la longévité des différentes parties du bâtiment. Par exemple, si la couverture doit être changée tous les 25 ans et que 15 années sont passées depuis la dernière réfection, un coefficient d'abattement de 60% sera appliqué par rapport à la valeur réactualisée de la toiture.

B- Critique des méthodes basées sur le prix de revient de la construction

¹⁰ Définitions qui s'inspirent du Dictionary of Real Estate Appraisal reprises par les manuels d'expertise canadiens et citées par D. Achour [1992].

Les nombreuses opérations, le choix de coefficients ou d'abattements sont une source d'erreur et d'arbitraire dans la mise en oeuvre de ces méthodes basées sur le prix de revient théorique de l'opération, celui-ci étant déterminé par une estimation de la valeur du terrain et du prix de la construction après en avoir valorisé les éléments et ajusté leur valeur en fonction de taux de dépréciation. La validation des différentes informations sur les coûts ou sur les ajustements se fait par une comparaison continue avec les données du marché. Cette comparaison avec le marché est le seul soutien des informations sur les prix des terrains, sur les prix des composantes, sur les profits des entrepreneurs et des promoteurs, sur la mesure des dépréciations et enfin sur la mesure des ajustements des effets extérieurs. Le paradoxe de cette méthode, c'est que lorsque les données du marché existent, mieux vaut utiliser la méthode par comparaison et lorsque ces données n'existent pas, la technique des coûts est peu probante.

C- Amélioration: la méthode des promoteurs

Ce ne sont donc pas les fondements de la méthode qui doivent être remis en cause, mais leur mise en application. Aussi, peut-on préférer la variante suivante : plutôt que d'essayer de déterminer quelle sont les sources de dépréciation d'un immeuble ancien pour en mesurer l'importance, on estime les coûts de remise en état nécessaires pour assurer à l'immeuble une durée de vie et une utilité comparable à celle d'un immeuble neuf. Les coûts de remise à neuf sont alors déduits du coût de reconstruction à neuf pour obtenir la valeur de l'objet en l'état.

Cette méthode améliorée de la méthode des coûts s'effectue en cinq étapes:

- 1) Estimation de la charge foncière qui ne peut se faire que par comparaison.
- 2) Estimation du coût de reconstruction à neuf d'un immeuble identique. Cette estimation est à rapprocher de la valeur d'assurances.
- 3) Estimation des frais liés à la commercialisation de l'immeuble et de la marge rétribuant le vendeur.
- 4) Estimation de la valeur des travaux pour remise à neuf. Les entrepreneurs sont capables d'évaluer ceux-ci avec une grande précision.
- 5) La valeur de l'immeuble à évaluer correspond donc à la somme de la valeur du terrain, du coût de construction d'un immeuble identique et des frais de commercialisation et de promotion (c'est-à-dire les points 1, 2, et 3 ci-dessus), moins le coût de remise à neuf (point 4).

En ce qui concerne l'obsolescence, il faut noter que c'est une notion très relative, qu'il s'agisse de locaux d'habitation ou de bureaux. Ce qui convient aux uns en matière d'utilisation ne convient pas forcément aux autres. En fait, il faut se référer principalement au confort d'utilisation qui, pour l'essentiel, se résume aux volumes et à leurs possibilités d'utilisation, à l'insonorisation, aux accès et aux distributions. Or, en la matière et lorsque l'immeuble n'est pas trop spécialisé, il est relativement aisé de déterminer un coût de transformation et de remise à neuf qui tienne compte des normes actuelles.

L'avantage de cette méthode est de pouvoir cantonner l'appréciation de l'expert à une partie restreinte de l'évaluation de l'immeuble. En effet, le prix d'un immeuble neuf peut être décomposé en ces différents éléments dont les prix sont pour les uns établis sur devis avec une grande précision et pour les autres varient suivant l'état du marché. Les premiers sont relatifs à la construction et les seconds aux frais annexes à la promotion. Des prix de vente élevés ont pour conséquence d'allonger les délais de commercialisation et donc les frais

financiers, ce qui relativise leur incidence bénéfique sur la marge. A titre d'exemple, on peut prendre la décomposition du prix de vente du bilan d'un promoteur :

Tableau 3.3 - Décomposition du prix de vente d'un immeuble

POSTES	€m ²	en %
Charge foncière	450	15
Construction		
-Gros oeuvre	840	28
-Second oeuvre	840	28
-Etude-contrôles	120	4
Frais annexes	750	25
Prix de vente (t.t.c.)	3.000	100

Par rapport à la méthode d'évaluation par comparaison, cette adaptation de la méthode d'évaluation par les coûts présente alors deux avantages immédiats:

- le premier est la possibilité d'un arbitrage permanent entre le neuf et l'ancien puisque, pour l'ancien, le prix est calculé à partir d'une construction neuve dont sont déduits les frais de remise en état;

- le second est de mettre en évidence les conséquences d'une évolution des prix sur la valeur du terrain, seul facteur réellement spéculatif.

2.3 Phase dite de conciliation

L'utilisation de plusieurs méthodes permet à l'expert d'appréhender le bien sous différents angles. Dans la phase de conciliation, l'expert décide de la confiance relative qui doit être accordée au résultat obtenu par chacune des méthodes pour définir un résultat synthétique. Cette approche bien qu'arbitraire est plus satisfaisante qu'un rapport mono méthode. Tout en représentant des angles de vue différents, les méthodes par capitalisation et par comparaison repose sur un principe commun : la lecture du marché immobilier. Elles ont donc une limite commune: la nécessité d'un marché immobilier sous-jacent au bien expertisé suffisamment lisible pour permettre leur utilisation.

3. - L'approche moderne de l'expertise

Les différentes méthodes présentées ci-dessus ont l'inconvénient de faire systématiquement référence à des données passées et à des comparaisons avec des biens, par nature, hétérogènes. Les méthodes modernes s'efforcent d'utiliser des valeurs anticipées sur le future ou d'homogénéiser des éléments hétérogènes. Ainsi, la méthode d'actualisation des cash-flows qui fera l'objet d'un premier point est représentative du comportement d'achat des investisseurs alors que la méthode hédoniste présentée dans un second point s'efforce à la fois

d'améliorer les termes de la comparaison et d'en déduire des modèles reproductibles sur le futur.

3.1 Méthode financière des cash-flows

Cette méthode permet de lever l'hypothèse de constance de loyers utilisée dans le cadre de la méthode par capitalisation, tout en élargissant la lecture du marché immobilier au marché financier notamment pour la fixation du taux d'actualisation. Comme elle est prospective, elle correspond plus à une logique investisseur. On renonce à une satisfaction immédiate et certaine contre une espérance de revenus permettant un enrichissement plus important.

§ 1. Exposé des principes

Elle repose sur le principe que la valeur d'un bien est égale à la somme actualisée de ses revenus futurs. L'actualisation porte sur les flux périodiques d'exploitation et la valeur finale de l'objet.

A- Revenu périodique

Il s'agit d'un revenu net, c'est-à-dire du revenu locatif après déduction de tout ce que paye normalement le propriétaire au titre des loyers qu'il encaisse, notamment les travaux d'entretiens qui lui incombent, mais indépendamment de l'impôt sur le revenu et du remboursement des emprunts. Les grosses réparations peuvent être déduites soit des revenus soit de la valeur de l'investissement. Les immeubles faisant normalement l'objet d'un bail, le montant des loyers à venir s'en déduit naturellement, du moins jusqu'à l'échéance du bail. Pour la suite, il faut prévoir les conditions de renouvellement du bail.

B- Valeur finale de l'objet

Tout en étant dans une logique acheteuse, il ne faut pas tenir compte des caractéristiques spécifiques de l'acheteur. En effet on ne cherche pas une valeur de convenance, mais une valeur vénale déterminée par les caractéristiques physiques, juridiques, économiques du bien uniquement. Libre à l'acheteur potentiel de juger de la pertinence de l'achat en fonction des caractéristiques qui lui sont propres. La valeur du bien à la fin de l'horizon temps dépend des conditions du marché prévalant à cet instant futur. On peut faire l'hypothèse, suivant l'évolution prévisible de l'environnement économique, qu'elle va demeurer stable ou qu'elle va augmenter ou diminuer. Elle est ensuite actualisée. Dans la méthode par capitalisation, la valeur finale du bien est absente.

C- Le taux d'actualisation

C'est le taux de rentabilité exigé par le marché pour ce type d'investissement. Sa fixation se fait par référence au marché financier. Au taux de rémunération des obligations à long terme, on rajoute une prime de risque pour tenir compte du fait que le marché immobilier est à la fois plus risqué et moins liquide. La construction additive du taux d'actualisation pose le problème d'une prime de risque qui croît avec le temps pour des raisons purement mathématiques.

Cela nous conduit à considérer l'horizon temps à retenir. Le choix de l'horizon temps n'est pas neutre car le cycle de vie économique et juridique de l'objet n'est pas linéaire. Il est

toutefois possible de lisser l'impact ponctuel des rénovations en constituant une provision annuelle. De même, en choisissant un horizon de temps supérieur à cinq ans, on évite le biais lié aux droits de mutation. De plus, le risque d'erreur d'appréciation des loyers et de la valeur finale augmentant avec le temps, il est nécessaire de s'imposer une limite supérieure. Ceci afin de conserver le caractère probable des anticipations. La formation des anticipations ne doit pas subir l'emprise du présent. Dans la pratique, on utilise un horizon de temps de 6 à 12 ans. Cette méthode par le choix de l'horizon temps est également arbitraire. Elle présente toutefois un intérêt majeur : sa mise en application nécessite la possibilité d'avoir une connaissance approfondie de l'immeuble.

§ 2. Intérêt et simplification

A- Les différences avec la méthode par capitalisation :

Dans l'une on utilise un revenu net, dans l'autre un loyer brut. C'est un taux de rentabilité qui est retenu pour la première et un taux de rendement qui caractérise la seconde. Dans la méthode par capitalisation, le choix du taux de capitalisation fait souvent référence au taux d'amortissement (plus la longévité du bien est importante, plus le taux est faible). Cette vision comptable s'oppose à l'approche financière. C'est ainsi, qu'en l'absence de comparaison similaire, l'expert va ajuster le taux de capitalisation en fonction de la durée de vie économique du bien. Dans le cas de l'approche actuarielle, on se base sur des anticipations et non sur des données observées comparables. De ce fait, cette méthode nécessite une analyse approfondie des possibilités de l'immeuble en termes de gain. Plus complète, elle est aussi plus lourde à mettre en oeuvre. En outre, déduire la valeur présente du bien en fixant sa valeur future est un défi au temps.

B- Simplification de la méthode

L'adoption de deux hypothèses concernant l'évolution des flux de trésorerie permet de faciliter l'usage de cette méthode. La première est de prévoir une évolution moyenne du taux de croissance « g » des loyers à très long terme. La seconde est d'estimer la revalorisation annuelle du bien à partir de ce même taux. Cela signifie qu'au bout de « n » années, la valeur V du bien deviendra :

$$V_n = V_0 (1+g)^n \quad (I)$$

Sous ces deux hypothèses, la valeur actuelle du bien est donnée par la relation :

$$V_0 = \frac{L_1}{k - g} \quad (II)$$

L_1 : loyer net annuel de la première année qui suit l'acquisition,

k : taux de rentabilité espéré par le marché pour ce type d'investissement,

g : taux de croissance anticipé des loyers nets.

La détermination du taux de rentabilité espéré est fonction de la nature de l'investissement et de son niveau de risque. Selon l'investisseur, k peut être plus ou moins élevé. Toutefois sa limite inférieure doit être celle du coût des financements de l'opération dont une partie correspond au coût des crédits immobiliers. Ce taux minimal permet de connaître le prix d'achat que ne doit pas dépasser le bien immobilier pour que, compte tenu de

leur croissance espérée g , les revenus locatifs couvrent le coût du financement. Si l'on désigne par i ce coût la relation (II) devient alors :

$$V_0 \leq \frac{L_1}{i - g}$$

A noter que la relation (II) peut aussi s'écrire : $k = \frac{L_1}{V_0} + g$ (III)

Comme, d'une part, le rapport L_1/V_0 correspond au rendement locatif immédiat, et d'autre part g - suivant la relation (I) - définit l'espoir de plus-value réalisée sur la revente du bien, on peut dire que le choix du taux k résulte d'un arbitrage entre le rendement et la plus-value. Ainsi la rentabilité espérée d'un appartement à Neuilly proviendra plus de l'espérance de plus-value que de son rendement locatif, ce dernier étant généralement assez faible. Pour g , s'agissant d'un taux de croissance sur longue période, il est nécessaire de tenir compte du taux de rotation des locataires et de vacance de l'immeuble mais aussi du taux d'inflation sur lequel sont généralement indexés les loyers.

A titre d'exemple, on peut prendre le cas d'un petit appartement qui se louera 30.000 F par an, net de charge, avec une progression des loyers ne dépassant pas 2% par an sur le long terme. Si le financement est uniquement réalisé par emprunt à un taux moyen voisin de 6%, pour que l'acquisition soit intéressante, il faudra que son prix soit inférieur au rapport entre 30.000 F et l'écart de taux (6% - 2%) ce qui donne : 750.000 F. A noter que dans ce cas, le rendement locatif net atteint 4% (30.000 divisé par 750.000). Si la rentabilité espérée par l'acquéreur est plus élevée que le coût de financement de ce logement, par exemple 7% au lieu de 6%, il faudra soit que la progression des loyers et l'espérance de plus-value atteigne 3%, soit que le prix d'acquisition ne dépasse pas 600.000 F au lieu des 750.000 F calculés précédemment.

Cet exemple met aussi en évidence la grande sensibilité du prix de l'immobilier à la fois à la croissance des revenus locatifs et au coût des crédits à long terme. On observera d'ailleurs que la relation (II) est aussi utilisée dans le modèle FDW présenté au chapitre précédent qui décrit les facteurs d'évolution de ce marché.

C- Limites de la méthode

De manière plus générale le taux de rentabilité espéré par les investisseurs tient compte de deux paramètres. Le premier, le taux « sans risque » correspond, dans une logique de placement sur longue période, au taux des emprunts à long terme garantis par l'Etat. Si la rentabilité espérée pour un investissement immobilier est inférieure ou égale à ce taux sans risque, il est clair qu'il vaut mieux investir dans des obligations émises par l'Etat plutôt que dans le projet immobilier. Le second est une prime de risque qui tient compte à la fois de la moindre liquidité du placement immobilier par rapport à un placement en valeur mobilière et d'une rentabilité plus incertaine que les placements obligataires. En toute logique, cette prime de risque de l'ordre de 2% ne doit pas incorporer l'aléa sur les revenus locatifs dans la mesure où celui-ci est déjà incorporé dans l'estimation du taux de croissance à long terme des loyers, c'est-à-dire le g de l'équation (II).

La difficulté d'apprécier correctement les différents paramètres influant sur la détermination du prix, c'est-à-dire les cash flows correspondants aux revenus locatifs des années futures, la plus ou moins value de cession et le taux de rentabilité espéré par l'investisseur, fait que les praticiens ont tendance à moduler la prime de risque en fonction du résultat qu'ils veulent atteindre, c'est-à-dire celui qui leur paraît le plus réaliste. Ce résultat peut devenir alors une agrégation de la méthode par comparaison et de la méthode par capitalisation avec les biais qui découlent nécessairement de leur application. C'est ainsi que

les indices anglo-saxons fondés sur les évaluations d'expert utilisant la méthode actuarielle apparaissent parfois comme présentant des phénomènes d'auto-corrélation. Cependant, la nécessité d'expliquer un prix de marché par l'évolution dans le futur de ces composantes principales, demeure un facteur essentiel de la validation de cette méthode.

Ainsi au carrefour de l'immobilier et de la finance, cette méthode apporte à l'expertise traditionnelle, quelques éléments de la théorie financière et représente un développement externe de cette technique. Mais l'expertise a également un mode de croissance interne : l'amélioration de la lecture du marché immobilier.

3.2 L'amélioration de la lecture du marché: la méthode hédoniste¹¹

Que ce soit au niveau de l'achat ou de la location, qu'il s'agisse du propriétaire ou du locataire, chacun cherche à connaître le juste prix du logement qui, à un moment donné, se trouve disponible sur le marché. Traditionnellement, cette valeur est déterminée par comparaison avec les transactions plus ou moins récentes dont on a connaissance. Mais comme les biens immobiliers sont par essence hétérogènes, c'est-à-dire différents tant au point de vue de la localisation que de leurs caractéristiques propres (taille, construction, ...), cet exercice se révèle souvent assez ardu et les fourchettes d'évaluation peuvent atteindre aisément les 15 à 20%. Une méthode permet cependant de donner une estimation beaucoup plus précise de la valeur d'un bien immobilier. Elle consiste à étudier statistiquement les caractéristiques essentielles des logements qui, dans une localité donnée, influencent significativement leur prix, puis de donner une valeur à chacune d'entre elles. En additionnant la valeur des différentes caractéristiques composant le bien immobilier, on obtient avec une marge d'erreur assez faible le prix de marché du bien considéré. Cette méthode dite "hédoniste" connaît depuis quelques années un développement important en Amérique du Nord et dans les pays anglo-saxons.

§ 1. Les bases théoriques

A- Origine

La détermination d'un prix à partir de l'offre et de la demande d'un bien suppose qu'il existe des quantités homogènes de ce bien. Lorsqu'on est en présence de biens par nature hétérogènes, comme les logements, la question se pose de savoir si toute la théorie micro-économique traditionnelle peut s'appliquer. Le problème réside dans la prise en compte de la différenciation des biens dans l'analyse du comportement du consommateur et le débat porte notamment sur la permanence ou la transformation dans le temps de ses préférences¹².

B- Théorie traditionnelle de la consommation

¹¹ La littérature économique utilise plutôt le mot « Hédonique » qui apparaît comme une francisation du terme anglo-saxon « Hedonic ». Nous lui préférons celui d'«Hédoniste », quelque peu moins rugueux, mais nous continuerons à utiliser le premier dans les développements issus des travaux de recherches américains.

¹² Voir J.J. Rosa, « Vrais et faux besoins », L'économie retrouvée, Economica, Paris, 1977

Définition des biens : « Sont des biens les ‘objets’ que le consommateur considère comme tels, c’est-à-dire ceux dont il souhaite posséder davantage ». Le bien économique ainsi conçu n’a d’existence qu’en tant qu’équivalent d’une certaine quantité d’autres biens, deux quantités quelconques étant équivalentes ou échangeables si elles ont la même valeur¹³. La pauvreté du concept, notamment l’incapacité à prendre naturellement en compte l’apparition de biens nouveaux ou les variations de qualité des biens existants aboutit à l’impossibilité de construire une théorie de la demande tant qu’on ne précise pas de quelle manière les biens participent à la satisfaction de ces besoins.

C- Théorie de Lancaster (1966)¹⁴

L’hypothèse d’homogénéité des biens est particulièrement réductrice, notamment lorsqu’on s’intéresse aux biens durables. Aussi, la reformulation de la théorie de la consommation dite « Nouvelle Théorie du Consommateur » a ouvert de nouvelles perspectives. C’est à Kelvin Lancaster que revient le mérite de cette reformulation à partir de la synthèse d’un certain nombre de questions posées par la prise en compte de l’hétérogénéité des biens dans l’analyse du comportement du consommateur. Cette nouvelle théorie repose sur la prise en considération des *attributs*, ou caractéristiques des biens déterminant leur qualité.

Lancaster propose de renouveler la notion de bien, en posant que *les consommateurs tirent leur utilité des caractéristiques des biens, et non pas des biens eux-mêmes*, ce qui signifie aussi *que les biens ne sont pas désirés pour eux-mêmes, mais pour les services qu’ils rendent*. Dès lors, ce n’est plus l’offre et la demande d’un bien qui déterminent son prix, mais l’offre et la demande pour les caractéristiques qu’il contient. L’analyse hédoniste ou hédonique¹⁵ des prix, dont l’objet est d’étudier la formation du prix des biens complexes, exploite cette hypothèse, et explique le prix des biens par leurs caractéristiques.

D- Modèle de S. Rosen sur la demande de caractéristique (1974)¹⁶

Sherwin Rosen a permis le développement des analyses hédonistes en définissant les hypothèses et en proposant un modèle d’équilibre sur un marché de biens hétérogènes explicitant les fonctions d’offre et de demande pour les caractéristiques de ces biens.

Les hypothèses sont les suivantes :

- les caractéristiques sont objectivement mesurables et les biens en nombre suffisant pour que les transactions portent sur l’ensemble de ces caractéristiques, le bien étant un ensemble « non dénouable » de caractéristiques. En effet, si les caractéristiques sont définies de façon « objective », elles se présentent de façon identique pour tous les consommateurs, ce qui permet de les définir comme des biens.

¹³ Voir I. Maleyre, thèse p. 100

¹⁴ K. Lancaster, « A new approach of consumer theory », Journal of Political Economy, Avril 1966

¹⁵ Selon I. Maleyre [1994], cette dénomination semble avoir été utilisée la première fois par A. Court en 1939 dans un article intitulé : « Hedonic price indexes with automobile examples » écrit pour General Motors. Elle désigne les études s’intéressant aux sources même de l’utilité ou du plaisir, à savoir les propriétés du bien.

¹⁶ S. Rosen, « Hedonic price and implicit markets : product differentiation in pure competition » Journal of Political Economy, 1974 n°1.

- la structure des prix est un paramètre, c'est-à-dire une grandeur mesurable, pour les acheteurs comme pour les vendeurs.

L'équilibre de marché est atteint lorsque le prix permet de faire correspondre pour l'ensemble des caractéristiques les quantités demandées aux quantités offertes. Mais le modèle de Rosen permet aussi d'établir que la fonction hédonique des prix ne peut être assimilée à une fonction de demande et indique la voie à suivre pour parvenir à déduire les fonctions de demande recherchées des informations fournies par le marché. Cela signifie que dans la composition du modèle n'entrent que des caractéristiques du bien et non celles qui correspondent à la demande tels : le revenu, la taille du ménage ou les préférences des acquéreurs.

Pour identifier les fonctions de demande de caractéristiques deux étapes sont nécessaires. La première consiste à estimer la fonction hédonique des prix, d'où l'on déduit, pour chaque observation de l'échantillon, les prix marginaux des caractéristiques. La seconde conduit à l'identification des fonctions de demande en introduisant les prix marginaux comme variables dépendantes dans les fonctions d'enchère pour les différentes caractéristiques. Suivant Alonso, une courbe d'enchères sur deux caractéristiques du logement comme la quantité de sol et la distance au centre, correspondra à « l'ensemble des prix du sol que l'individu accepte de payer à différentes distances du centre, en laissant son niveau de satisfaction constant »¹⁷. En définitive, comme le souligne Maleyre [1994], avec le modèle de Rosen, « on obtient pour chacune des caractéristiques, une fonction de demande implicite reliant les caractéristiques du ménage, les caractéristiques du logement et le prix de demande ».

E- Relation fonctionnelle

Le modèle mathématique le plus utilisé est celui de la régression linéaire qui se présente sous la forme :

$$V = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_iX_i + b_nX_n + e$$

avec :

V = la valeur du bien ou variable dépendante, appelée encore variable expliquée

X_i = les variables explicatives ($i = 1, \dots, n$)

b_0 = la constante

b_i = le coefficient estimé pour la variable i

e = le terme de l'erreur ou résidu

La technique de la régression linéaire permet d'obtenir des valeurs de b_0 et de b_i qui réduisent les écarts e au minimum. La constante b_0 est la valeur dépendante lorsque toutes les variables explicatives ont une valeur de zéro. Les coefficients b_i mesurent les variations du prix V qui correspondent à une variation de chaque X_i . Les coefficients représentent donc la contribution marginale à la variable dépendante de chaque variable explicative. Le terme d'erreur e est la portion résiduelle du prix V d'une observation qui n'est pas représentée ni expliquée par le modèle de régression calculé.

Dans les modèles hédonistes, on connaît les différentes valeurs de V correspondant à un échantillon ainsi que les variables explicatives X_i (surface, présence d'un garage, etc.) et

¹⁷ W. Alonso, 1960, « Location and Land use », Harvard University Press

l'on cherche à déterminer le poids de chaque caractéristique b_i . Celui-ci indique l'augmentation ou la diminution de la valeur marchande expliquée par un changement de la valeur d'une caractéristique particulière, en supposant que toutes les autres variables sont maintenues constantes. Par exemple, l'augmentation de la surface d'un appartement amènera une augmentation de sa valeur indépendamment de sa situation ou de son confort proportionnellement au coefficient b_i déterminé par la régression. Autre exemple, en introduisant la date de l'observation dans les variables explicatives on pourra construire un indice de l'évolution des prix pour les immeubles d'un ou plusieurs quartiers ou en comparant les prix des maisons et des appartements.

F- Applications

Ces modèles furent tout d'abord utilisés pour l'industrie automobile. Il s'agissait alors de déterminer l'effet sur le prix de la voiture d'une variation de différents attributs telle la puissance du moteur ou la transmission automatique. Très rapidement, c'est au niveau de l'immobilier que se multiplièrent les applications, au point que de nouveaux modèles spécifiques furent mis en oeuvre comme le modèle du centre de gravité qui traite du coût des transports en fonction de la localisation¹⁸ ou l'estimation des fonctions de prix hédonistes appliquées aux nuisances comme le bruit. « Le silence constitue un bien public qui est atteint par le bruit. Comme il s'agit d'une ressource limitée, il devrait posséder un prix¹⁹ ». Les travaux de Lancaster et de Rosen ont suscité de nombreuses applications, un peu partout dans le monde, y compris en Afrique²⁰, mais particulièrement aux Etats-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne.

§ 2. Exemple chiffré (cf. tableau 3.4 et 3.5)

Pour expliquer les principes de cette méthode, supposons que trois logements A, B, C, situés dans le même immeuble, n'offrant pas de particularités au niveau de l'étage ou de l'exposition et ne différant que par leur surface soient loués en province aux prix suivants:

appartement A : 600 € pour 50 m², soit 12 €/m²

appartement B : 1.100 € pour 100 m², soit 11 €/m²

appartement C : 1.500 € pour 140 m², soit 10,7 €/m²

Supposons en outre que, toujours dans ce même immeuble, un appartement de 125 m² peu différent des autres soit mis en location. Quel doit en être le prix? A partir des méthodes traditionnelles, les experts interrogés répondront probablement sur la base des loyers des appartements B et C, très comparables par la taille à celui que l'on cherche à estimer, que le prix moyen au m² doit être de $(11+10,7)/2 = 10,9$ €/m², ce qui appliqué à 125 m² donne un loyer mensuel de 1.357 €. Tout aussi logiquement, en prenant la moyenne des trois premiers logements proposés, soit 11,2 €/m², on aurait obtenu un loyer de 1.404 € par mois. Cet exemple simplifié met en évidence les limites de la méthode par comparaison d'utilisation pourtant très courante.

¹⁸ Ainsi, Richardson H.W., Vipond J. et Furbey R.A. (1974), « Determinants of urban house prices », *Urban Economics*, Vol. 25, p. 34-55, examinent les différentes théories de la localisation et cherchent à déterminer laquelle de ces théories est apte à expliquer le mieux la valeur d'une maison.

¹⁹ S. Buechel (1993), « La méthode hédoniste : une application au cas des logements à Genève » *Mémoire de diplôme, Université de Genève*, p.40.

²⁰ Ainsi, I. Maleyre (1995), « L'analyse de la demande pour les caractéristiques du logement, application à Abidjan », *RERU Revue d'Economie Regionale et Urbaine*, n°3.

Tableau 3.4 : Méthode traditionnelle

	Loyer mensuel	Surface	Loyer / m ²
Appartement A	600	50	12
Appartement B	1.100	100	11
Appartement C	1.500	140	10,7
Appartement D	? = 1.357	125	(11+10,7)/2 = 10,9

La méthode hédoniste considère, quant à elle, que la valeur d'un bien résulte de la somme des prix que l'on peut attribuer à ses différentes caractéristiques. Pour un bien immobilier ce sera essentiellement la surface, la localisation, l'état du bâtiment et les éléments de son confort. Dans le cas présenté, le facteur qui différencie fondamentalement ces trois logements est la surface. Mais, le prix de l'unité de surface doit être identique pour les quatre appartements puisqu'il s'agit d'une unité de mesure appliquée au même ensemble. C'est, en fait, le prix qu'il faut payer pour avoir un m² supplémentaire indépendamment de toute autre considération.

Pour les appartements A et B, l'écart de 50 m² correspond à une augmentation de prix de 500 €. Le prix du m² supplémentaire vaut donc 10 €. Il se justifie également dans la comparaison des appartements B et C et, par conséquent, détermine le prix recherché. Le prix d'un appartement de 125 m² pourra ainsi être évalué en partant de celui de 100 m² soit 1.100 € et en rajoutant 25 m² x 10 € = 250 €. On obtient ainsi 1.350 € au lieu de 1.357 € trouvé initialement. On notera par la même occasion que l'appartement hypothétique ayant une surface nulle vaudrait : 1.100 € - 100m² x 10 = 100 €

Ce montant de 100 € résulte de caractéristiques indépendantes de la surface, comme l'emplacement ou la qualité de l'immeuble. Si par exemple dans l'immeuble voisin, qui est plus ancien et mal entretenu, on observe que les loyers pour une surface équivalente sont inférieurs de 40 € à ceux de notre immeuble de référence, on pourra logiquement en déduire que la bonne qualité de l'immeuble vaut par appartement 40 € de plus que la mauvaise. Enfin, si ces immeubles ne présentent pas d'autres caractères particuliers on en déduira que les 60 € restants proviennent à la fois de la qualité du quartier, de la localisation des immeubles dans ce quartier et pour une part, de l'ajustement des observations collectées. A partir d'un échantillon suffisamment représentatif, il sera possible de déterminer le prix à attribuer aux différences de situation de ces appartements et même à la présence d'autres éléments comme un ascenseur ou un parking.

Tableau 3.5 : Principes de la méthode hédoniste

	Ecart de loyer	Ecart de superficie	Loyer / m ² sup.
B - A	500	50	10
C - B	400	40	10

Loyer D = Loyer B + 25 m ² x 10 = 1.100 + 250 = 1.350 €
Surface nulle --> 1.100 € - 100m ² x 10 = 100 €

Caractéristiques	Valeur
Surface : 10 €x 125 m2	1.250
Etat du bâtiment	40
Localisation	50
Confort + ajustement	10
Total	1.350

Mais la mise en oeuvre de la méthode hédoniste, comme le suggère cet exemple, suppose la possibilité d'observer un nombre d'autant plus élevé de logements (ou de bureaux) que l'on souhaite valoriser un nombre important de caractéristiques et connaître parmi celles-ci, celles qui ont une incidence systématique soit sur le prix du logement quand on étudie le prix des transactions, soit sur sa valeur locative quand on étudie le prix des loyers.

§ 3. Une application en grandeur nature: les loyers de Bordeaux

Une équipe de recherche s'est attaché à déterminer sur la ville de Bordeaux la valeur locative des appartements de cette agglomération à partir d'un modèle hédoniste. Le tableau 3.6 en donne les principaux résultats pour l'année 2005.

Tableau 3.6 Valeur des caractéristiques du loyer d'un appartement

Caractéristiques	Base	Très bon
Constante d'ajustement	7,50	
Surface : prix/m ²	8,50	
Ascenseur	2,40	
2 salles de bains	1,40	
Parking	2,80	
Quartier	0	+ 39
Localisation dans quartier	0	+ 22
Etat du bâtiment	0	+ 56

Sur le plan statistique, le modèle présente les particularités suivantes :

- Les loyers sont des loyers charges incluses.
- La régression linéaire des loyers sur les différentes variables retenues donne pour ce modèle un R² ajusté de 84,4 %. Cela signifie que plus des 5/6ème de la variance du loyer peut être expliqué par ces variables.
- L'ensemble des variables est significatif au seuil de 95% sauf la variable quartier qui l'est à 90%.
- La variable quartier a été définie sur une échelle de 1 à 3, par la distance en temps à partir du centre de Bordeaux (place des Grands Hommes, au centre du Triangle d'Or):
 - (très bon) correspond à une distance inférieure ou égale à 10 minutes à pied;
 - (bon) correspond à une distance comprise entre 10 minutes à pied et dix minutes en autobus;
 - (très moyen) correspond à un trajet supérieur à 10 minutes en autobus.
- Les variables qualité de la localisation et état du bâtiment ont aussi été mesurées sur une échelle de 1 à 3, mais à partir de l'appréciation faite par les enquêteurs.

A partir de ce tableau, pour connaître la valeur théorique d'un appartement, il suffit d'appliquer les chiffres donnés. Ainsi un appartement de 100 m², de standing moyen, sans ascenseur ni parking, avec une situation et une localisation communes doit se louer :

- prix de 100 m² x 8,50 € = 850 €
- valeur de la constante d'ajustement = 75 €
- Total = 925 €

S'il possède un ascenseur, il faut rajouter 24 €. Si en plus il est situé dans un très bon quartier (+39 €), très bien localisé dans ce quartier (+22 €) et qu'il a été restauré (+56 €) son loyer passera à 1.066 €

Ces résultats confirment en partie l'opinion des professionnels et donnent des indications précieuses sur la valeur qu'il faut attribuer à leurs estimations. Ainsi, le quartier et la localisation dans le quartier, apparaissent comme des éléments déterminants dans l'élaboration du prix. Il en va de même de l'état du bâtiment, du nombre de salle de bains, de la présence d'un ascenseur ou d'un parking.

Mais, dans l'échelonnement des prix, l'importance de ces caractéristiques est très secondaire comparativement à celle de la superficie de l'appartement. Au vu des résultats obtenus on pourrait écrire, en plagiant la formule consacrée par les professionnels, que les trois critères essentiels pour déterminer le loyer d'un appartement sont: (1) la surface, (2) la surface et (3) la surface. La valeur explicative de l'ensemble des variables retenues - c'est-à-dire les caractéristiques des appartements - résulte en effet, pour plus des trois-quarts de la composante surface. Ce qui signifie que pour le même prix entre un appartement de 80 m² dans un très bon quartier avec une très bonne localisation et un appartement de 100 m² dans un mauvais quartier mal desservi et peu commerçant, c'est ce dernier qui emportera malgré tout la préférence.

En conclusion, le gros avantage de la méthode hédoniste, qui repose sur le principe fondamental que "ce n'est pas un bien en lui-même qui procure de la satisfaction aux individus mais plutôt les caractéristiques de ce bien ", est de permettre de déterminer le prix d'un bien immobilier en partant des quelques caractéristiques qui, statistiquement, influencent le plus sa valeur, avec une forte probabilité pour que ce prix corresponde à celui du marché. L'hédonisme en économie, c'est suivant le *Petit Robert*, une « conception de l'économie selon laquelle toute activité économique repose sur la poursuite du maximum de satisfactions avec le moindre effort ». Appliquée à l'immobilier, la méthode hédoniste permet, notamment, de valoriser ces satisfactions afin de sélectionner celles qui demande un effort minimum pour leur obtention.

Par contre, il est inutile de vouloir appliquer cette méthode d'évaluation à des appartements dont l'emplacement et la qualité architecturale font que la rareté les apparente plus à une œuvre d'art qu'à un simple immeuble d'habitation et que, ce faisant, ils échappent à toute étude statistique.

Conclusion

L'étude de l'approche traditionnelle a démontré que la fiabilité des méthodes d'évaluation immobilière est intimement liée à l'information dont on dispose. L'expertise ne se heurte pas à des obstacles conceptuels mais à des difficultés d'information. L'expert n'est pas neutre vis-à-vis de la diffusion de l'information. En effet, la pénurie d'information handicape l'exercice de sa profession tout en justifiant son existence : rente de situation et

rente d'information vont de paire. On comprend alors que la diffusion de l'information, dans une large mesure, reste cantonnée à la sphère professionnelle. Toutefois, le client est l'usufuitier de cette démarche. L'amélioration de la lecture du marché immobilier passe par l'élaboration d'outil d'information. Dans le cadre de l'approche traditionnelle, on a déjà signalé l'importance de la constitution d'une base de données. Cette base sera d'autant plus significative qu'elle s'inscrira dans le temps. Cette vision dynamique est résumée dans la notion d'indice.

L'approche moderne, qui utilise les techniques actuarielles, bénéficie quant à elle des outils développés à partir de l'étude des marchés financiers pour cerner l'évolution prévisible des taux de croissance et des taux d'intérêts. Mais pour compléter son analyse l'expert peut aussi raisonner en sens inverse. Parallèlement à l'évaluation d'un bien en fonction d'anticipations sur le futur, il peut, connaissant le prix proposé à la vente ou celui estimé par l'acheteur, déterminer le taux de croissance des loyers et le taux de rentabilité espéré qu'implique chacun de ces prix. Il lui sera alors plus aisé de concilier des intérêts à priori divergents.

La méthode hédoniste, quant à elle, introduit un nouveau système d'appréciation puisqu'elle considère que la valeur d'un bien est fonction de ses différentes caractéristiques ou attributs qui se valorisent de manière indépendante. Il s'agit d'une idée particulièrement novatrice dans la mesure où le bien immobilier n'est pas considéré comme une entité mais comme un ensemble de services qui sont valorisés individuellement par le marché et dont la somme détermine le meilleur prix d'échange. L'intérêt de cette approche est de mettre en évidence qu'une modification d'une caractéristique du bien, emplacement, surface, qualités de la construction, ou tout autre élément, va se répercuter sur le prix.

Avec le développement des techniques de localisation par GPS et d'imagerie satellite via le système GoogleEarth, avec l'utilisation des adresses cadastrales grâce à leur numérisation progressive et le développement des bases de données immobilières, notamment notariales, dans lesquelles les transactions sont indexées par leur adresse, il est devenu possible de comparer avec précision dans un secteur donné, les prix de plusieurs biens dont on a identifié les caractéristiques principales. Il en est résulté, comme c'est déjà le cas sur Paris, mais aussi à plus grande échelle comme pour l'ensemble du territoire helvétique depuis le début des années 2000, la création de cartes valorisant l'ensemble des biens d'une cité, à un moment donné, à partir de l'application de la méthode hédoniste. La généralisation de cette nouvelle technologie qui permet, par régression, de déterminer le prix d'un bien à partir de toutes les dernières transactions connues, qu'il s'agisse de contrats de vente ou de compromis, puis de le positionner sur une carte, devrait progressivement remplacer toutes les méthodes d'évaluation précédemment décrites. Les seuls freins à sa diffusion demeurent, encore pour le moment, les restrictions imposées pour la diffusion du prix des transactions ayant fait l'objet d'un contrat de vente.