

## UNE MEILLEURE APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES IMMEUBLES

### CONDITION NÉCESSAIRE À L'EFFICIENCE DU MARCHÉ IMMOBILIER

MICHEL PARIAT\*

**F**aut-il mesurer la valeur des immeubles ? Cette question sur la quelle s'ouvre la deuxième partie du séminaire et qui devrait peut-être être complétée par une deuxième interrogation «Faut-il publier les valeurs ainsi déterminées» ? semble tout à fait pertinente, puisque, dans beaucoup de pays, les investisseurs institutionnels et notamment les compagnies d'assurances semblent encore y donner des réponses négatives. En France, les usagers et la réglementation ont beaucoup évolué en une décennie.

Il y a quinze ans les compagnies d'assurances ne mettaient pas beaucoup d'empressement à connaître la valeur précise de leurs actifs ; elles n'avaient pas l'obligation de faire expertiser leurs immeubles ; elles devaient fournir, néanmoins, à l'autorité de tutelle un état qui était censé représenter la valeur de réalisation des actifs ; cette tâche était souvent confiée aux services comptables qui capitalisaient les loyers à des taux si élevés qu'ils conduisaient à une valorisation d'une prudence extrême et faisaient apparaître des chiffres dont nous savions qu'ils étaient très en deçà de la valeur réelle des immeubles.

La création des contrats ACAVI en 1977 a été la première occasion pour les assureurs de modifier le regard qu'ils portaient sur leurs actifs immobiliers. Le développement de ces contrats, dans lesquels les plus-values latentes sont annuellement attribuées aux assurés, a rendu obligatoire l'expertise systématique, par des tiers, de la partie du portefeuille immobilier qui leur était affectée. En dehors des compagnies d'assurances, le développement de produits d'épargne immobilière, comme les SCPI, conduisant les gérants de ces supports à déterminer annuellement une valeur des parts et de procéder, par conséquent à, sinon une expertise, du moins une évaluation de leurs immeubles.

461

---

\* *Directeur des investissements, UAP, France.*

Une deuxième évolution a conduit les assureurs à modifier leur comportement en matière d'évaluation : la mise en place d'une politique plus dynamique de gestion des actifs immobiliers exigeait une meilleure connaissance de la valeur des immeubles. Les assureurs français qui détenaient des biens immobiliers depuis leur création à la fin du siècle dernier, ne vendaient pratiquement jamais cette catégorie d'actifs. Mais, peu à peu, la prise de conscience du vieillissement technique et de l'obsolescence de certains immeubles, la nécessité d'extérioriser des plus-values dans les résultats comptables, le raccourcissement de la durée de vie des contrats d'assurance qui impliquent une plus brève durée de détention des immeubles, ont conduit à une politique plus active d'arbitrage. Mais pour vendre convenablement, encore faut-il avoir une bonne connaissance du patrimoine, savoir déterminer les potentialités des immeubles, bref connaître leur valeur ? Une procédure interne d'évaluation a alors été développée dans la plupart des sociétés, cette méthode appliquée d'abord aux immeubles dont la vente était envisagée, s'est étendue à l'ensemble du portefeuille.

Si de la sorte les compagnies d'assurances commençaient à mieux connaître la valeur réelle de leur actifs immobiliers, elles ne rendaient pas encore publique cette information. Un nouveau pas a été franchi avec l'ouverture du capital des sociétés : l'appel à l'épargne publique à l'occasion d'augmentations de capital, a réveillé l'intérêt des places financières pour les actions des sociétés d'assurances françaises et a ravivé la curiosité des analystes financiers qui devaient se forger une opinion plus éclairée sur la valeur des titres et donc sur l'importance des plus-values latentes des sociétés. Elles a conduit les entreprises concernées à être plus transparentes ; ainsi lorsqu'à la fin de 1990, l'expertise du patrimoine a été rendue obligatoire, les compagnies d'assurances avaient suffisamment évolué pour que cette obligation n'ait pas été ressentie comme une contrainte supplémentaire superflue.

Les compagnies d'assurances françaises doivent, en effet, faire expertiser leur patrimoine immobilier, au moins tous les cinq ans, les expertises étant réactualisées annuellement. Dans les bilans des sociétés les immeubles restent inscrits à leur valeur historique, mais un état annexe permet au public de connaître la valeur de réalisation ainsi déterminée.

#### *Des méthodes d'évaluation trop empiriques*

Suivant quelles méthodes les immeubles des sociétés d'assurances sont-ils évalués ? En décembre 1990, lorsque l'expertise des patrimoines a été rendue obligatoire, la Direction des Assurances a précisé qu'elle devait être « basée, à la fois, sur la capitalisation des revenus et sur la référence au

prix du marché». Cette exigence d'un recours systématique aux deux notions me paraît essentielle car elle exprime clairement la volonté de trouver un compromis entre l'optique court terme attachée au concept de prix du marché en cas de revente immédiate et l'appréciation à porter dans la perspective d'un investissement à long terme.

En formulant cette recommandation l'autorité de tutelle ne faisait que reprendre les deux méthodes couramment utilisées par les experts.

*L'expertise traditionnelle s'appuie sur la constatation des valeurs passées*

En pratique, ces deux méthodes ne diffèrent pas très sensiblement : l'une consiste à déterminer la valeur à partir des prix constatés dans des transactions portant sur des immeubles comparables, l'autre consiste à calculer la valeur par capitalisation des loyers, au taux couramment admis par les investisseurs lors d'achats d'immeubles de même nature. Ces deux méthodes ont ainsi un point commun : elles déterminent la valeur à partir de constatations, *a posteriori*, faites sur des transactions passées.

*Sont-elles bien adaptées à l'évaluation d'un patrimoine d'investisseur ?*

Si cette méthode d'appréciation de la valeur vénale, par comparaison avec des transactions effectives concernant des immeubles comparables, est conceptuellement incontestable, elle ne peut toutefois être acceptée comme valeur à prendre en compte dans l'estimation des actifs d'investisseurs institutionnels sans un certain discernement : l'expertise ne doit, en effet, pas perdre de vue la finalité de ces institutions qui est la détention et la gestion à long terme d'un patrimoine immobilier.

463

Si l'on accepte d'évaluer leurs actifs sur la base de la meilleure offre susceptible d'être obtenue à un instant donné par un propriétaire résolu à vendre, il me semble que l'on mesurera davantage la valeur liquidative du patrimoine d'une société qui va interrompre son activité, que la valeur intrinsèque d'une entreprise appelée à poursuivre durablement son exploitation.

La pratique de l'évaluation des immeubles selon l'«open-market value» telle que définie dans la charte des «Chartered Surveyors» britanniques et reprise par les experts français me paraît conduire à privilégier une vision court terme inadaptée à la finalité des sociétés patrimoniales et ne donnant pas une image convenable de leur valeur pérenne. En effet, dans les périodes d'euphorie, comme la fin des années 80, la majorité des transactions était le fait de promoteurs et de marchands de biens ; les prix reflétaient alors surtout leurs anticipations à court terme d'accélération de la hausse des prix et s'écartaient de la valeur actualisée des revenus futurs raisonnablement envisageables. L'excès inverse peut se produire en période de crise grave où les rares transactions peuvent traduire d'urgents besoins de liquidités de vendeurs aux abois.

Pour apprécier la valeur d'un patrimoine d'institutionnel, il me semble que, la comparaison devrait se faire avec des *transactions réalisées par des investisseurs* plutôt qu'avec les opérations de promotion ou de marchands de biens réalisées dans des perspectives différentes. Aussi, entre les deux méthodes décrites plus haut, ai-je une préférence certaine pour l'évaluation par capitalisation des revenus, qui affirme la relation entre la valeur et la rentabilité de l'immeuble.

Encore faudrait-il que le taux de capitalisation retenu soit correctement apprécié ; or je constate qu'il est généralement fixé de manière tout à fait empirique. Cette constatation ne traduit pas un manque de professionnalisme des experts, mais tout simplement l'impossibilité dans laquelle ils se trouvent, de pouvoir disposer d'un nombre suffisant de références concrètes sur la totalité des segments du marché de l'investissement immobilier.

#### *Une information insuffisante*

Force est de constater que l'information sur les transactions effectives est tout à fait insuffisante. Lorsqu'elle existe, elle circule trop lentement pour que l'expert ne soit malheureusement contraint d'estimer la valeur à un instant donné à partir d'informations datant de plusieurs mois.

Si le marché est étroit, pour quelque raison que ce soit (localisation géographique, spécificité des produits) les références disponibles sont non seulement trop anciennes mais trop rares.

Enfin, même si le marché est actif, la réalité des transactions reste mal connue faute d'une véritable organisation du marché permettant de recenser et centraliser des informations fiables ; l'information circule de façon trop informelle, pratiquement de bouche à oreille, et forcément incomplète. Or, pour effectuer correctement sa tâche, l'expert devrait disposer d'une information fiable et très détaillée sur les immeubles négociés sur le marché ; compte tenu du caractère non fongible des biens immobiliers les comparaisons ne peuvent être pertinentes que si l'on connaît, dans le détail, l'ensemble des caractéristiques, à la fois, de l'immeuble à évaluer et de ceux utilisés comme éléments de comparaison. Malheureusement, les acheteurs et les vendeurs se refusent à fournir des informations aussi complètes ; le souci de discrétion ou le goût du secret rend le marché très obscur, alors qu'une bonne appréciation des valeurs exigerait, compte tenu du caractère non fongible des biens, une totale transparence.

#### *Les progrès à accomplir*

##### *La constitution de bases de données abondantes et fiables*

Pour améliorer cette transparence, les professionnels doivent conjuguer leurs efforts pour doter la place de base de données fiables, complè-

tes et accessibles à tous après que toutes les précautions aient été prises en matière de confidentialité. L'abondance des données contribuera elle-même à résoudre ce problème, puisqu'elle permettra de remplacer des informations «indiscrètes» concernant des transactions isolées par le traitement statistique d'échantillons plus significatifs.

Des progrès importants ont déjà été accomplis et le processus me paraît en marche. On doit saluer le gros travail réalisé, d'une part, par la Chambre des Notaires qui fournit des informations solides et régulières sur les ventes d'appartements libres en Région Parisienne, d'autre part, par l'Observatoire des Loyers de l'Agglomération Parisienne, qui réunit de nombreuses références sur les loyers d'habitation accessible à tous sur le réseau minitel.

L'information concernant les bureaux est plus modeste : l'Observatoire Régional de l'Immobilier d'Entreprise a permis de connaître l'importance du parc global et il assure le suivi des flux de construction neuve. Les principaux cabinets de conseil publient des informations utiles sur les transactions locatives dont ils ont connaissance (on peut regretter qu'ils ne conjuguent pas davantage leurs efforts pour accroître la crédibilité des informations qu'ils fournissent).

Ces diverses voies de recherche sont toutefois trop dispersées et insuffisantes car aucune ne traite l'immobilier comme un support d'investissement dont les performances doivent être appréciées sur les mêmes critères que les placements financiers alternatifs. De nombreuses initiatives sont toutefois engagées dans cette direction notamment par l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière et les analystes financiers qui suivent plus particulièrement les S.C.P.I. et les sociétés immobilières cotées et publient régulièrement des études appréciées par les professionnels.

Par ailleurs, la Fédération Française des Sociétés d'Assurances, la Caisse de Dépôts et Consignations et le Crédit Foncier de France ont pris l'initiative de constituer une base de données qui collectera auprès des investisseurs de leur groupe, toutes les informations concernant les loyers et les charges d'immeubles locatifs, afin de disposer d'ici quelques années de séries historiques permettant une appréciation solide de la rentabilité réelle des actifs immobiliers. Les promoteurs de cette base souhaiteraient que, très vite, toutes les catégories d'investisseurs puissent se joindre à eux, afin de collecter le volume d'informations le plus large possible.

#### *Des méthodes plus prospectives d'appréciation de la valeur économique*

Mais la constitution de fichiers fournissant des indications complètes et fiables sur l'ensemble des transactions nécessitera plusieurs années, pendant lesquelles il faudra évaluer le plus convenablement possible les immeubles. La valeur obtenue par comparaison avec les transactions

effectives pourrait utilement être croisée avec une valeur déterminée par un calcul économique plus adapté à l'optique des investisseurs.

La valeur actuelle d'un investissement, qu'il soit immobilier ou mobilier, doit refléter l'actualisation des revenus futurs attendus de cet investissement. La formalisation systématique de ce calcul pourrait être riche d'enseignement car elle permettrait de rendre beaucoup plus explicite l'ensemble des hypothèses faites par les investisseurs de façon implicite dans leurs décisions quotidiennes.

L'évaluation prospective des revenus futurs exige, en effet, que soient clairement formulées les hypothèses faites sur :

- l'inflation anticipée ;
- l'évolution des loyers compte tenu de la nature des baux, les possibilités offertes par la réglementation et la situation du marché locatif ;
- les taux d'occupation ;
- la progression des charges (frais de gestion, taxes foncières et taxes locales diverses, travaux d'entretien et gros travaux) ;
- la durée de détention de biens prise en compte qui, du fait de l'importance des droits de mutation français a, en période d'inflation faible, une incidence majeure sur la rentabilité de l'investissement.

Le taux de capitalisation retenu, égal au taux de rendement interne attendu par l'investisseur, doit également expliciter clairement la prime qu'il comporte par rapport au placement obligataire à taux fixe. Cette prime se décompose elle-même en :

- une prime de risque, le risque étant ici mesuré comme l'écart possible entre les revenus réels et les revenus prévus, elle devrait être inférieure à celle exigée du placement en actions car la prévision de l'évolution des loyers est moins aléatoire et incontestablement plus facile que celle des bénéfices d'une entreprise industrielle ;
- une prime d'illiquidité, qui justifie la différence considérable de rendement exigé par les investisseurs entre les divers types d'immeubles selon leur nature ou leur localisation.

Mais avant que cette approche, puisse être utilisée par les experts, il faudra que l'ensemble des intervenants, intéressés par les placements immobiliers, bureaux d'études, analystes financiers, universitaires et bien sûr les investisseurs l'aient eux-mêmes développée et utilisée et qu'ils aient largement fait connaître leurs critères de sélection et d'appréciation de la performance des patrimoines. C'est donc à nous professionnels de l'investissement qu'il appartient de faire les premiers pas vers une meilleure transparence si nous voulons que les experts puissent ensuite évaluer convenablement nos patrimoines.