

## Connaître la valeur de son patrimoine

Un immeuble domanial a un usage exclusif au profit d'un service public ; sa valeur économique est toutefois une donnée importante, qui dépend notamment des mécanismes du marché. Les personnes publiques ne peuvent donc gérer leur patrimoine sans maîtriser les mécanismes de création et de destruction de valeur d'un actif immobilier.

### 1. Valeurs et emplacements

Si valeur et prix peuvent se confondre à l'instant d'une transaction, il convient de distinguer les deux notions qui font appel à des raisonnements différents.

L'immeuble se différencie des autres biens par le fait qu'il ne peut pas être reproduit compte tenu de l'unicité de chaque situation géographique. Les acteurs du secteur ont pour habitude de rappeler que la valeur d'un bien immobilier est intrinsèquement liée aux qualités de son emplacement. Dans un monde où s'impose le mode de vie urbain, la valeur patrimoniale du bien immobilier est déterminée par les qualités urbaines de cet emplacement.

Chaque bien immobilier est marqué par son environnement. Chacune des transformations qu'il subit modifie les qualités de l'emplacement et par conséquent, améliore ou dégrade la valeur de ce patrimoine.

La traduction géographique des évolutions de société en cours conduisent à proposer une approche extensive de la notion d'emplacement. La valeur d'un bien immobilier s'inscrit désormais dans une logique d'attractivité des territoires. La mesure de l'attrait relatif de différents territoires concurrents est susceptible de modifier la valeur d'un emplacement. Pour les villes moyennes dont les marchés immobiliers sont atones, il peut être opportun de développer des offres de services susceptibles d'intéresser les acteurs économiques des pôles urbains dynamiques situés à proximité et recréer ainsi des conditions de valorisation de leur patrimoine immobilier.

### 2. Prix et marchés

Le prix d'un bien immobilier correspond à sa valeur instantanée dans un marché donné.

Contrairement à une idée répandue, il n'existe pas un unique marché immobilier ou un marché immobilier par classe d'actif mais des dizaines de marchés immobiliers.

Il existe une hiérarchie qui s'échelonne entre des marchés extrêmement tendus tels que celui de la région parisienne et des marchés inactifs dans lesquels il n'y a pas de demande et donc, pas de prix. Ces derniers sont aujourd'hui relativement nombreux en France.

Selon la Charte de l'expertise en évaluation immobilière, « la valeur vénale correspond au prix auquel un bien ou un droit immobilier pourrait raisonnablement être cédé en cas de vente amiable au moment de l'Expertise, les conditions suivantes étant supposées préalablement réunies :

- la libre volonté du vendeur et de l'acquéreur,
- la disposition d'un délai raisonnable pour la négociation, compte tenu de la nature du bien et de la situation du marché,
- le maintien de la valeur à un niveau sensiblement stable pendant ce délai, que le bien ait été proposé à la vente dans les conditions du marché, sans réserves, avec une publicité adéquate,
- l'absence de facteurs de convenance personnelle. »<sup>1</sup>

Les experts immobiliers disposent de plusieurs méthodes pour apprécier la valeur vénale d'un bien immobilier. L'approche par comparaison directe ou l'évaluation par capitalisation ou actualisation d'un revenu théorique ou effectif sont les plus utilisées. Les experts n'ont recours aux autres méthodes d'évaluation que de manière exceptionnelle, c'est-à-dire soit à titre de recoupement, soit lorsque l'application de l'une ou l'autre des deux principales méthodes se révèle inadaptée.

L'évaluation n'est pas abordée de la même manière selon que le bien est occupé ou libre de tout titre d'occupation. Héritées des modèles financiers, les méthodes actuarielles prenant en compte le revenu traduisent le coût de l'argent et le fait que le prix d'un immeuble de rapport est principalement déterminé par la qualité de ses occupants et de leurs titres d'occupation.

« Le taux de capitalisation exprime en pourcentage, le rapport existant entre le revenu de l'immeuble et son prix de vente hors frais et droits de mutation, ou sa valeur vénale. »<sup>1</sup>

Les investisseurs estiment la pertinence d'un investissement au regard du risque associé. Les acteurs du marché de l'investissement immobilier sélectionnent leurs actifs en fonction de la stratégie retenue :

- Dans le cadre d'une stratégie dite « core » de recherche d'un rendement très sécurisé sur le long terme (durée de détention supérieure à neuf ans), l'investisseur s'intéresse à des biens immobiliers de qualité ne nécessitant pas de travaux significatifs, disposant d'une excellente localisation et occupés par des locataires de premier rang dans le cadre de baux fermes de longue durée ;
- Une stratégie « core + » oriente vers la détention d'actifs ne présentant pas les qualités optimales de la catégorie précédente mais dont la rentabilité pourrait être un peu augmentée par quelques actions : travaux secondaires, renégociation des baux, nouveaux locataires ;

- Les investisseurs optant pour des stratégies à plus forte création de valeur (« Value add ») vont plutôt orienter leurs recherches vers des immeubles obsolètes ou présentant un fort taux de vacance dans la perspective d'une acquisition à bas prix et d'une revente à moyen ou court terme après revalorisation de l'actif.
- Les investisseurs développant une stratégie opportuniste acceptent une prise de risque significative dans la perspective d'un profit exceptionnel à court terme. Les cibles privilégiées sont la construction d'immeubles sans prélocation (dite « en blanc ») la restructuration lourde d'immeubles existants ou des investissements dans des zones en devenir.

Le prix d'un bien à un instant donné se distingue de sa valeur par des composantes instantanées qui n'ont rien à voir avec ce qu'est l'immeuble, ce qu'est l'emplacement de l'immeuble et ce que sont les qualités intrinsèques du bien. Un des éléments essentiels de cette différence réside dans son mode de financement et les conditions de ce mode de financement.

L'investissement immobilier pouvant être financé en grande partie par l'emprunt, la rentabilité des capitaux propres est pour un investisseur, l'ultime facteur déterminant du prix envisageable. Dans la conjoncture actuelle où les taux sont historiquement bas, les marchés de l'investissement sont particulièrement sensibles à l'optimisation de cet effet de levier. Une légère variation des taux de financement a pour effet de modifier en proportion la perception du taux de capitalisation acceptable et déplace significativement les prix de transaction. On note par exemple que si le passage d'un taux de capitalisation de 6% à 5% augmente mathématiquement le prix d'un actif immobilier de 20 %, une évolution de 5% à 4% fait évoluer ce prix de 25%.

### 3. Obsolescence

La valeur est au cœur de toute décision stratégique immobilière. Un gestionnaire de patrimoine se doit d'identifier les différents facteurs de risques de perte de valeur actuelle et future de ses actifs pour éviter les mauvaises décisions d'investissement.

Assimiler l'obsolescence d'un bien immobilier à sa vétusté demeure une erreur courante, y compris chez les professionnels de l'immobilier. Les deux notions coexistent et ne doivent pas être confondues.

La vétusté est mesurée par une analyse purement technique de l'état du patrimoine.

L'obsolescence est un phénomène qui relève du rapport entre l'offre et la demande. Un immeuble obsolète est un bien dont l'offre ne correspond pas à la demande actuelle et plus encore, future.

L'obsolescence peut être appréhendée au travers de six domaines :

- Le premier axe d'analyse est fondamentalement celui de l'obsolescence territoriale. La valeur d'un bien croît avec l'intérêt que ses usagers potentiels portent à sa localisation. Si l'on observe une relative résilience des emplacements les plus recherchés, il convient de noter l'influence des évolutions de société sur les valeurs immobilières. Par exemple, la congestion urbaine tend désormais à favoriser la proximité des points de desserte des transports collectifs au détriment de celle des bretelles d'autoroutes qui, de surcroît, pâtissent d'une forte exposition à la pollution.
- L'obsolescence sociologique renvoie à l'adéquation des biens immobiliers aux modes de vie de leurs occupants et à ce qui concourt à leur bien-être. S'agissant du secteur tertiaire, l'analyse doit porter sur l'adéquation aux modes de travail et plus précisément la capacité des immeubles à accompagner le développement des modes de travail émergents.<sup>2</sup>
- Les coûts de fonctionnement et de remise à niveau constituent le volet d'analyse classique de l'obsolescence économique. S'agissant d'immobilier d'entreprise, il convient de ne pas négliger une seconde composante de portée au moins égale, relative à la productivité des occupants. Les études scientifiques, encore peu avancées en France mais plus développées dans des pays anglo-saxons et du nord de l'Europe mettent en évidence le lien direct existant entre les qualités des locaux de travail et les résultats de l'activité de leurs occupants.
- L'architecture est porteuse d'enjeux d'image et d'usage. Il existe des architectures qui ne répondent pas ou plus aux attentes des utilisateurs et qui contribuent fortement à la dévaluation financière des biens immobiliers. Le fait qu'un parti technico-architectural se prête plus ou moins bien aux adaptations requises pour de nouveaux usages constitue un facteur aggravant de cette obsolescence architecturale.
- L'obsolescence technique considère la vétusté de l'enveloppe architecturale et des gros équipements associés. Son étude est maîtrisée par les architectes et les ingénieurs qui sont en mesure de proposer des stratégies d'intervention et d'estimer les coûts. L'obsolescence technique a trait également à d'autres éléments qui, pour des raisons historiques ou de responsabilité, échappent au promoteur de l'ouvrage et demeurent attachés aux besoins particuliers de ses utilisateurs. Pour les immeubles tertiaires, celle-ci peut concerner la connectivité aux réseaux des opérateurs de téléphonie mobile.
- L'obsolescence réglementaire concerne la conformité aux différentes règles qui s'imposent actuellement selon des critères propres à chaque contexte. Elle doit également prendre en compte la capacité des ouvrages à répondre aux exigences qui leur seront probablement applicables dans le futur. Une attention particulière doit être portée aux évolutions réglementaires dans les domaines de la sécurité, de la santé, de l'environnement et l'énergie.

### Trois points essentiels

- 1) La valeur d'un bien immobilier résulte de la projection d'un usage futur qui est fondamentalement lié à son emplacement.
- 2) Le prix d'un bien à un instant donné se distingue de sa valeur par des composantes instantanées indépendantes des qualités intrinsèques du bien. Les conditions de financement de l'acquisition constituent un critère déterminant du prix.
- 3) Toute décision stratégique immobilière doit prendre en considération les risques de destruction de valeur liés aux différentes dimensions de l'obsolescence immobilière : territoriale, sociologique, économique, architecturale, technique (vétusté) et règlementaire.

---

<sup>1</sup> Pour approfondir ces notions, le lecteur est invité à consulter la Charte de l'expertise en évaluation immobilière mise à jour chaque année sous l'autorité d'un comité de douze groupements professionnels. L'ouvrage a pour objectif de fournir un référentiel de base commun aux experts en évaluation immobilière et d'être une source d'information pour toute personne, organisme professionnel ou privé, concernés par des questions d'évaluation immobilière.

<sup>2</sup> Le lecteur est invité à se reporter aux travaux du CIE consacrés à la thématique « *Quelles évolutions pour l'espace de travail du service public ?* » disponibles sur son site internet : <http://www.economie.gouv.fr/cie/travaux-thematiques-conseil-immobilier-letat>