

## VALEUR VÉNALE ET LIQUIDITÉ

par **Jean-Jacques Martel**

Expert immobilier, professeur à l'ICH, coresponsable du Master 2 urbanisme et développement durable à l'université de Lille II, expert près la cour d'appel et la cour administrative de Douai

Les notions de valeur et de prix diffèrent, même si finalement, elles doivent se rejoindre économiquement. La valeur se définit à travers les normes, la doctrine, la jurisprudence, la législation nationale ou européenne, voire elle se contractualise... et elle s'appuie sur le marché des comparables donc des prix. Le prix est le résultat économique de la confrontation du marché et il dépend également d'éléments parfois étrangers à la définition de la valeur vénale comme la stratégie. Le prix obtenu représente la liquidité de la valeur.

La valeur fait la synthèse des caractéristiques d'un bien. Le prix également, mais il exprime en plus sa liquidité.

Compte tenu de la crise et indépendamment de la valeur, des biens ne trouvent pas preneur, alors qu'auparavant tout se vendait quels que soient l'emplacement et le prix. Dans ces conditions, faut-il considérer la valeur indépendamment de la liquidité ou le défaut de liquidité doit-il impacter la valeur pour rendre obligatoirement l'immeuble négociable dans des délais normaux de transaction ?

### ■ La valeur vénale et le contexte du marché

#### Définitions juridiques

**Selon la charte de l'expertise en estimations immobilières**, « la valeur vénale est la somme d'argent estimée contre laquelle des biens et droits immobiliers seraient échangés à la date de l'évaluation entre un acheteur consentant et un vendeur consentant, dans une transaction équilibrée, après une commercialisation adéquate, et où les parties ont, l'une et l'autre, agi en toute connaissance, prudemment et sans pression. »

**Selon la Cour de cassation (Com. 23 oct. 1984, n° 83-12.568)**, « la valeur vénale réelle est constituée par le prix qui pourrait être obtenu du bien par le jeu de l'offre et de la demande dans un marché réel, compte tenu de l'état dans lequel il se trouve avant la mutation [...] et compte tenu des clauses de l'acte de vente. »

**Selon la Direction générale des impôts (Guide de l'évaluation des biens)**, enfin, « la valeur vénale d'un bien correspond à sa valeur marchande, c'est-à-dire au prix auquel ce bien pourrait être vendu ou acheté. Évaluer un bien quel qu'il soit consiste donc à supputer la plus forte probabilité de prix auquel il pourrait se vendre s'il était mis sur le marché dans des conditions normales d'offre et de demande. »

Ces trois définitions doivent nous permettre d'objectiver la valeur, même si la subjectivité ne peut être écartée, et notamment à travers la prise en compte d'un marché de plus en plus segmenté.

#### Concrétisation économique

La valeur est une articulation entre la prise en compte d'éléments objectifs et subjectifs et l'analyse d'une situation de marché, tant passée que future.

L'expert peut aisément se prononcer, scientifiquement et méthodo-

logiquement, sur les éléments objectifs et la situation connue du marché, mais difficilement s'engager sur les éléments subjectifs, sur la stratégie de commercialisation ou sur la situation future du marché. Selon les cas, 60 à 90 % de la valeur représentent une part objectivable et 10 à 40 % une part subjective.

L'analyse de l'expert oscille entre bon sens et aléa, prospective et stratégie<sup>1</sup>. Bien que la financiarisation tende à vouloir « lisser » les valeurs, ou à imposer l'idée d'une valeur consensuelle, notre science reste pour partie divinatoire, tant elle est encore soumise à la concrétisation si redoutée du marché.

L'étroitesse de la relation entre valeur et prix, concepts reliés tout en étant distincts et déterminés par des facteurs séparés, traduit en fait le degré d'évolution et le niveau d'équilibre d'un marché.

#### Le contexte macroéconomique de notre économie

Selon la note de conjoncture du projet de loi de finances 2014, l'environnement financier des entreprises resterait favorable ; un rebond modéré des investissements serait constaté, soumis cependant à plusieurs aléas, dont le rebond de l'activité économique mondiale, et l'accélération du pouvoir d'achat entraînerait celle de la consommation !

Ces prévisions sont à prendre avec précaution et relativité, la perception de la conjoncture risquant de rester mauvaise pendant encore de nombreuses années.

Depuis 2013, les prix n'évoluent que très faiblement. Avec la baisse des prix du pétrole, la baisse de l'euro par rapport au dollar, le niveau de chômage élevé et la faible croissance, l'inflation va rester faible à court terme. Dans ces conditions, les prix de l'immobilier ne peuvent se maintenir durablement au niveau actuel... Certes les taux d'intérêt sont historiquement bas..., mais les banques ont limité cet argument en réduisant la durée des emprunts et en augmentant le montant de l'apport personnel.

(1) J.-J. Martel, Rev. Experts, oct. 2012, p. 43.

## Le contexte microéconomique du marché immobilier

Nous examinons le marché immobilier à l'aune des analyses de la FNAIM et des études de la fédération PROCOS.

### Le logement neuf

De juin 2013 à mai 2014, la production de logements est passée sous la barre des 300 000 unités (- 9 % sur douze mois) et les mises en chantier ne cessent de baisser, ce qui augure une baisse durable de production de logements neufs. Pour mémoire, l'objectif était de 500 000/an.

### Les logements anciens

Les tarifs des biens sont, certes, en léger repli, mais ils sont toujours plus hauts qu'en 2008 et les propriétaires préfèrent ne pas vendre plutôt que de brader leur résidence (ce qui illustre le débat valeur/liquidité).

Sur un an, tous types de biens confondus, le recul des prix est de 1,9 % pour l'ensemble de l'Hexagone.

### Le volume annuel des transactions immobilières

En dix ans, le volume de transactions a baissé de 12,8 % en France (- 21,3 % en Île-de-France).

Le marché est d'autant plus grippé que, dans le même temps, le nombre de ménages s'accroît.

Le nombre de transactions pour 2015 pourrait être inférieur à 650 000, alors qu'il a été à plus de 850 000, au plus fort du dernier cycle.

### La production de locaux commerciaux en zone périphérique

Il a été produit trop de locaux commerciaux ces dernières années, notamment en périphérie urbaine, et un risque de crise existe sur ce segment particulier de marché. Cette surproduction est liée à la financiarisation des actifs. Mais un immeuble doit être également exploité par un commerçant en situation de pouvoir payer son loyer et de gagner sa vie, vision lointaine du dieu Excel<sup>2</sup> invoqué par certains investisseurs.

## Le contre-pied de la valeur vénale et de la liquidité

### La vente aux enchères publiques

Exclu de la notion de valeur vénale, le résultat exprimé à l'occasion d'une adjudication publique n'est pourtant pas contestable par l'administration et s'assimile même à une valeur irréfragable lors de certaines procédures comme l'expropriation.

Lors de la forte période spéculative des années

2004-2008, on a pu constater que les résultats d'enchères pouvaient parfois atteindre 120 % des valeurs espérées pour certains biens locatifs.

Actuellement, les résultats d'enchères sont d'environ 60 % des valeurs espérées et certains biens ne trouvent pas preneur, notamment les habitations occupées par des cas très sociaux et situées en zones rurales.

Cette forme de liquidité « immédiate » s'accompagne souvent d'une sous-valorisation du prix justifiée par l'absence de condition possible à l'acquisition et par l'exonération de garantie du vendeur<sup>3</sup>.

### La convenance personnelle

La valeur vénale exclut également les facteurs de convenance personnelle.

Un bien très prisé ou très convoité peut augmenter sa « liquidité », acquérir son voisin ou son concurrent peut se révéler parfois très coûteux.

Une surliquidité est alors constatée, mais elle n'est finalement pas liée à l'immeuble mais plutôt à un intérêt attaché à la situation personnelle de l'acquéreur...

Cette augmentation de la liquidité s'accompagne souvent d'une survalorisation du prix de vente qui peut aller jusque 20 à 30 %..., et finalement dépendre de la fortune de l'acquéreur.

## La liquidité

### Principes généraux et spécifiques

La liquidité est une appréciation plutôt financière. Mais elle dépasse largement la monnaie, concernant tous types d'actifs et tous types de marchés, qu'ils soient financiers, immobiliers ou bancaires.

La liquidité entraîne généralement la solvabilité.

La complexité financière a démontré qu'une crise de liquidité sur un des marchés pouvait se transmettre aux autres. La sophistication des produits est sans limite, comme le mécanisme de titrisation des prêts bancaires, symbole de la crise financière des *subprimes*, qui a ensuite entraîné la crise de l'immobilier.

« Un actif est un élément identifiable du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entité, c'est-à-dire un élément générant une ressource que l'entité contrôle du fait d'événements passés et dont elle attend des avantages économiques futurs » (art. 2111-1 du Plan comptable général 2005).

En comptabilité, les éléments d'actif sont classés par ordre de liquidité, les moins liquides étant placés en haut du bilan. Cette présentation par ordre de liquidité croissante permet de faire une distinction entre les deux grandes familles d'actifs (immobilisés ou circulants).

La liquidité d'un bien ou d'un droit immobilier sur son marché s'apprécie par la facilité de pouvoir le vendre, le louer ou le céder, en l'état, dans des conditions et des délais normaux à un acquéreur quelconque sans que sa valeur vénale en soit affectée significativement ou durablement.

## ■ Quatre facteurs de liquidité

### La juste mise à prix

Une étude réalisée sur le premier semestre 2014 par une agence immobilière en ligne montre qu'un bien immobilier dont le prix de vente est trop élevé restera plus longtemps sur le marché et que son prix de vente sera davantage revu à la baisse. « La baisse constatée serait en moyenne de 18 % en 180 jours alors que les biens vendus en 90 jours n'ont vu leur prix baisser que de 7 % ».

(2) M. Vidailhet, Rev. actes pratiques et ingénierie immobilière, avr. 2015, p. 10.

(3) J.-J. Martel, AJDI 2011. 772.

On ne fixe pas la mise à prix en fonction de ses besoins, d'un projet, ni même selon le caractère sentimental d'une maison. Ainsi, on ne « brade » pas la maison familiale même si on la vend à un prix insuffisant au regard de ce qu'elle représentait à vos yeux, on la vend tout simplement « au prix du marché ».

La fixation d'une juste mise à prix conditionne donc la liquidité, mais aussi la valeur du bien sur son marché.

### La bonne stratégie de commercialisation

Afin de vendre rapidement un bien immobilier, une communication adéquate doit être mise en place. De nombreux outils sont disponibles, pour les particuliers comme pour les professionnels, comme les annonces dans les journaux et sur les sites Web spécialisés.

Tous les professionnels s'accordent toutefois à dire que le bien proposé à la vente ne doit pas être trop vu. L'efficacité de la commercialisation d'une maison dont la façade est ornée d'une demi-douzaine de panneaux « à vendre » est en effet assez douteuse.

Un maximum de trois intermédiaires, bien choisis, est généralement recommandé pour ne pas neutraliser les clients. Ajoutons que les transactions effectuées par les intermédiaires représentent à peine 50 % du marché.

La stratégie doit donc être réfléchie avant la mise en vente (quand, comment et par qui), car elle permet une augmentation sensible de la liquidité et préserve la valeur du bien.

### La pérennité d'exploitation

Si l'on décide de vendre un bâtiment industriel, il vaut mieux le faire au moment où celui-ci est le plus adapté à la pérennité de l'activité exercée dans les lieux. Cela est valable également pour le commerce ou le bureau.

Une corrélation directe est établie entre la valeur vénale et les perspectives d'exploitation de l'immeuble évalué.

La meilleure valorisation d'un bien coïncide généralement avec l'optimisation de sa capacité d'exploitation. Il appartient au propriétaire de saisir cette opportunité s'il souhaite augmenter la liquidité et la valorisation de son actif immobilier.

### Les conditions d'occupation

Il est largement admis qu'un bien libre vaut plus cher qu'un bien occupé. Économiquement, c'est généralement vrai en matière de logements destinés à la résidence principale, mais c'est souvent faux en matière d'investissements. L'investisseur paiera plus cher le même local occupé par une bonne signature.

La liquidité d'un immeuble d'investissement occupé en début de bail est plus favorable qu'en fin de bail et le taux de rendement attendu tiendra compte également de cette situation.

Une analyse fine de la situation locative et des conditions d'occupation est nécessaire pour favoriser l'opportunité de la mise en vente et la liquidité d'un bien occupé.

## ■ Cinq facteurs d'illiquidité

### La qualité et la présentation des biens

L'emplacement, la présentation/décoration, l'entretien, la configuration sont autant d'éléments déterminant la qualité d'un bien immobilier.

Un bien situé dans un secteur isolé, présentant des défauts (ma-

tériels<sup>4</sup> ou immatériels<sup>5, 6</sup>) ou nécessitant de lourds travaux aura plus de difficultés à trouver un preneur sur son marché.

La qualité s'analyse souvent plus subjectivement qu'objectivement par l'état de présentation du bien à la vente, tant intérieur qu'extérieur. Un même bien, mal présenté lors de la visite, se vend plus difficilement et la valeur finale risque de s'en ressentir sensiblement, au-delà même du coût nécessaire à une meilleure présentation.

### La monovalence

L'utilisation d'un bien immobilier peut être unique, comme c'est le cas pour un hôtel, un château, une clinique hospitalière ou un cinéma. Cet usage exclusif diminue le nombre d'acheteurs et donc la liquidité du bien.

### Le changement d'usage ou de catégorie

Un bien acquis pour un usage déterminé voit aussi son prix fixé en fonction de cet usage. Si sa destination, son environnement ou sa catégorie change pour s'amincir, sa valeur de revente peut subir une forte décote et toute comparaison avec le prix d'achat devient alors impossible, même si l'acquisition est récente.

La maison bourgeoise transformée en immeuble de bureaux, le magasin fermé pour cause d'adaptation du commerce et transformé en local artisanal, ou l'hôtel privé d'une classification touristique se verront, s'ils changent de destination ou de catégorie, appliquer une décote qui pourra être très importante et les délais de commercialisation seront allongés.

Le terrain constructible, frappé d'une servitude d'utilité publique<sup>7</sup>, réduit dans sa potentialité de développement<sup>8</sup> ou immobilisé par le plan local d'urbanisme (PLU)<sup>9</sup>, connaîtra également une difficulté de valorisation et de liquidité.

### Le temps qui passe

Un bien immobilier a un délai de vente incertain qui dépend des facteurs décrits ci-dessus. Assurément, un immeuble se vendra plus rapidement si sa mise à prix est cohérente avec le marché, si sa présentation est soignée et si sa commercialisation est correctement réalisée.

Pourtant, un bien restant sur le marché plus longtemps que le délai moyen généralement constaté sera délaissé par les amateurs potentiels et finira par l'être d'autant plus pour cette raison précise. Il

(4) J.-J. Martel, Rev. Experts, déc. 2010, p. 32.

(5) J.-J. Martel, Lettre électronique de la CNEJ, mai 2013 (www.CNEJ.org).

(6) J.-J. Martel, Rev. Experts, févr. 2010, p. 15.

(7) J.-J. Martel, AJDI 2010. 792.

(8) J.-J. Martel, Cahier experts fonciers, nov. 2013, volet urbanisme.

(9) J.-J. Martel, AJDI 2013. 596.

est même courant que la vente se concrétise finalement à un prix inférieur à la valeur vénale initiale du bien !

## Les procédures collectives

Une entreprise en difficulté ou même un commerçant individuel peuvent être placés sous le régime des procédures collectives. Le jugement qui prononce la sauvegarde, le redressement judiciaire ou la liquidation judiciaire a pour conséquence de rassembler l'ensemble des créanciers et prive les propriétaires du droit d'agir individuellement.

Un administrateur ou un mandataire judiciaire est alors nommé afin d'assister ou de remplacer les dirigeants de la société en difficulté et de représenter les créanciers.

La vente d'un immeuble dont le propriétaire est concerné par une procédure collective est évidemment compliquée. Les délais de la procédure qui s'ensuivent sont forcément plus longs. La nécessaire protection des créanciers et des salariés et la préservation des intérêts du débiteur justifient l'intervention de plusieurs professionnels spécialisés<sup>10</sup> et, *in fine*, la validation du juge-commissaire. Sans compter que le propriétaire du bien est généralement moins concerné en cas de liquidation.

Ces actifs sont, par conséquent, moins liquides et leur valeur s'en trouve généralement affectée.

## ■ La traduction économique

### L'impact sur le prix de vente

Un immeuble dont les facteurs d'illiquidité matériels ou immatériels sont avérés verra son prix de vente automatiquement révisé à la baisse. Il est difficile d'en chiffrer précisément l'impact tant les situations sont différentes (entre 10 et 30 %).

Un changement d'usage ou de catégorie peut entraîner une décote importante sur le prix final (entre 20 et 40 %).

Un délai de transaction excessivement long (supérieur à dix-huit mois) est souvent occasionné par une mise à prix excessive, une stratégie inadéquate ou une mauvaise présentation du bien vendu. Il peut entraîner une dégradation du prix pouvant atteindre 10 à 20 % de la valeur initiale supposée.

Certaines de ces situations se cumulent parfois, notamment en cas de perspective de cessation d'activité.

### L'impact sur la valeur

Si le prix d'un bien se trouve finalement affecté par certaines des conditions décrites ci-dessus, l'expert

immobilier doit en tenir compte en amont, et notamment lors de son expertise. Bien sûr, il ne pourra anticiper la mauvaise stratégie ou la négligence de présentation du vendeur ; cependant, s'il le peut, il doit corriger la valeur d'un bien en fonction des données connues<sup>11</sup>.

Plus spécifiquement, la valeur d'un bien dont le propriétaire se trouve concerné par une procédure collective peut être corrigée d'un abattement de 10 à 20 % en cas de redressement judiciaire et de 20 à 30 % en cas de liquidation judiciaire. Dans l'hypothèse de la vente judiciaire, l'abattement peut encore être plus important puisque la transparence de la procédure est alors privilégiée au détriment du résultat final.

### Le degré de liquidité

L'expert peut apprécier la liquidité du bien qu'il évalue selon plusieurs qualificatifs : difficile, incertaine, normale ou aisée.

Une maison de lotissement au sein d'un quartier résidentiel et à proximité d'un secteur dynamique se vendra plus facilement que la même maison donnant sur une route principale très fréquentée ou le long d'une ligne TGV dans un secteur sinistré. La liquidité de la première sera qualifiée de normale, voire d'aisée, alors que la seconde aura une liquidité incertaine, voire difficile.

Le créancier peut alors apprécier le degré de liquidité de sa créance, en limitant, par exemple, le montant du prêt qu'il accorde par rapport à l'évaluation du bien et à la qualification de la liquidité.

L'investisseur peut impacter son taux de rendement attendu en fonction de la liquidité retenue. Par exemple, si le taux « prime » est de 7 %, il pourra le bonifier de 0,5 % ou de 1 % si la liquidité est incertaine ou difficile.

### L'absence de liquidité

Un bien immobilier peut ne pas correspondre aux attentes d'un marché. Son inadaptation à la demande locale ou son atypisme rendront très difficile sa commercialisation.

La tentation est d'ailleurs souvent grande, faute de marché, d'évaluer un bien atypique par le coût de revient ou une méthode de remplacement.

La valeur vénale d'un tel bien n'est pas forcément impactée par l'absence de liquidité, même si ce délai, adapté à la situation « hors marché », ne devra pas être trop long pour ne pas risquer une décote liée à cette illiquidité de circonstance (vingt-quatre mois).

La vision refuge de l'immobilier était une vérité lorsque était distinguée la finance de l'immobilier, et ce concept valait dans les années 1970-1980 lorsqu'un bien se détenait pour vingt à trente ans. L'évolution sociologique ou sociétale pousse, de nos jours, les particuliers à changer régulièrement d'habitation.

(10) J.-J. Martel, Journal de l'IFEI, janv. 2011, n° 39.

(11) J.-J. Martel, Rev. actes pratiques et ingénierie immobilière, avr. 2015, p. 19.

Depuis les années 2000, la financiarisation de l'immobilier est une réalité économique et la durée de détention s'est fortement réduite en matière d'investissements.

L'excès d'autorégulation et l'utilisation abusive de la théorie de la valeur consensuelle en sont certainement les causes ; la spéculation des années 2003 à 2007 et la crise des « *subprimes* » en sont les regrettables conséquences.

Avant les années 2000, une action ou une valeur mobilière offrait une rentabilité annuelle moyenne, voire faible, et son cours était très fluctuant, à la hausse comme à la baisse. Le risque lié à cet investissement était considéré comme élevé, mais, en contrepartie, sa liquidité l'était également...

Un immeuble offrait, quant à lui, une bonne rentabilité et une valeur très stable. Le risque lié à cet investissement était considéré comme faible, mais, en contrepartie, sa liquidité l'était aussi.

L'éclatement de la bulle Internet des années 2000 et la crise financière de 2008 ont rebattu les cartes, et ont amené beaucoup de cash chez les investisseurs internationaux, tandis que les taux d'intérêt étaient historiquement faibles. Les investisseurs institutionnels se sont donc positionnés en masse sur l'immobilier puisque ce secteur offrait rentabilité et sécurité. Il s'est ensuivi une augmentation des prix. Il ne leur restait qu'à régler la question de la liquidité... et la financiarisation de l'immobilier naissait.

Cette vision de l'immobilier sur des actifs de premier choix s'est progressivement et logiquement exportée sur l'immobilier courant ou les marchés secondaires. C'est évidemment là où le risque arrive et la crise durable va révéler nos excès en les corrigeant au détriment des derniers entrés dans cette pyramide spéculative.

Selon l'adage, tant qu'on n'a pas vendu, on n'a pas perdu.

Au stade de l'expertise, la valeur doit prendre en considération certains éléments de la liquidité. Mais ce n'est qu'*in fine* et si le défaut de liquidité excède une certaine période qu'il impactera définitivement le prix finalement obtenu.

C'est donc là toute la difficulté de la valeur, de la liquidité et du prix. Une expertise préalable et une bonne approche stratégique des facteurs exposés ci-dessus favorisent assurément la liquidité et donc la valeur d'un bien.