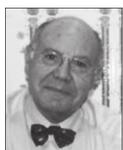


### 3 L'évolution de la méthodologie entre science molle et vérité économique



**Yann VIDREQUIN,**  
ancien expert de justice  
Cours d'appel de Rennes et  
Douai,  
co-fondateur de l'IFEI,  
consultant international CEE  
(affaires domaniales)



**Jean-Jacques MARTEL,**  
codirecteur du master 2 ICEU  
université de Lille 2,  
professeur à l'ICH, expert de  
justice,  
expert foncier, CNEI/IFEI/  
IFFPC

#### 1. - LA NOTION DE VALEUR

- A. - La dualité de l'immobilier  
B. - Les méthodes traditionnelles de calcul de la valeur de marché

#### 2. - ANALYSE FINANCIÈRE ET ANALYSE IMMOBILIÈRE : LE CHOC DES CULTURES

- A. - L'analyse des temps nouveaux

- B. - L'analyse stratégique : une cohérence souvent contradictoire

## Introduction

1 - Les années 2010/2020 seront placées sous le signe de la crise et même si les plus optimistes anticipent la reprise, la prédisent ou plus simplement la souhaitent, il ne faut pas rêver, la crise perdurera tant que nous ne l'aurons pas purgée des maux qui l'ont causée. Cela passe par une correction tant attendue du prix du marché et la mise en place de véritables mécanismes de régulation censés nous protéger des erreurs du passé.

En matière d'expertise immobilière, les règles prudentielles s'imposent aux experts bien au-delà de l'affichage de la vertueuse « autorégulation » prônée par notre législateur et l'Union européenne.

Il faut aussi accepter le constat que certaines approches et méthodes d'expertise peuvent se révéler assez mal adaptées à l'époque actuelle, marquée par de rapides changements économiques et sociologiques.

### 1. La notion de valeur

2 - De façon générale, les méthodes d'évaluation ont pour objet de fournir une bonne estimation de la valeur d'un actif.

Dans une économie de marché, la valeur, définie comme la « qualité relative des biens en vertu de laquelle on obtient en échange de l'un une plus ou moins grande quantité de l'autre », se trouve au cœur du mécanisme de choix et de satisfaction des besoins économiques individuels.

Fondamentalement, la valeur n'a pas d'autre existence que celle qui procède d'un calcul, mais c'est cependant bien cette notion qui est requise par toute approche économique. Ce calcul revient à rechercher la somme des avantages économiques nets attendus d'un bien donné. Afin de simplifier, la valeur peut parfois être approximée de façon raisonnable en considérant le

prix constaté lors de transactions sur un marché, mais à condition que ce dernier réponde à certaines caractéristiques précises.

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.

3 - Il est intéressant à cet égard de comparer le comportement de divers marchés. Parmi les marchés d'actifs financiers, celui des instruments de taux est le plus efficient : ce bon fonctionnement repose, à la base, sur une convention unique de calcul de la valeur, convention acceptée et utilisée par tous les acteurs du marché, le taux de rentabilité interne d'un instrument (taux actuariel). À partir du moment où tout le monde, tant acheteur que vendeur, pratique la même démarche, il n'y a que peu de raisons d'avoir un écart durable entre valeur et prix sur le marché, et c'est bien ce qui est observé. Le marché des actions lui est un peu moins homogène : il y a plusieurs conventions de valorisation possibles, et les équilibres de marché sont moins durables. Cependant, sur le moyen terme, le prix en bourse reflète à peu près la valeur sous-jacente et, dans ce sens, le prix est une bonne estimation de la valeur (on parle bien de bourse de valeurs...). Le prix a de plus l'avantage d'être incontestable car il est généralement relevé sur une cote officielle, et dispose donc d'une garantie de forme qui le rend opposable à de nombreux tiers.

4 - Cette opposabilité du prix constaté lors d'une transaction fait sa force par rapport à la notion de valeur résultant, elle, d'un calcul conventionnel. Elle explique aussi pourquoi la notion de prix est aussi dominante chez les praticiens du marché des actifs immobiliers, dans la mesure où y règne une certaine incertitude liée à l'absence de consensus sur le mode de calcul de la valeur et dans la mesure où les mécanismes de formation de la valeur et du prix y sont quasiment dissociés. L'ironie de la situation est que, compte tenu du fonctionnement imparfait et de la nature

même du marché des actifs immobiliers, un prix est souvent calculé par un certain nombre de manipulations conventionnelles, et non pas simplement constaté sur le marché : en d'autres termes, l'estimateur est lui-même estimé... Ne vaudrait-il pas mieux alors revenir à ce qu'il fallait estimer en premier lieu : la valeur ?

### A. - La dualité de l'immobilier

5 - En fait, l'absence de consensus sur le marché des actifs immobiliers traduit finalement la profonde dualité de celui-ci : les acteurs sur ce marché obéissent à deux logiques bien distinctes, qui coexistent plus ou moins heureusement. À défaut de meilleurs termes, ces logiques seront appelées logique marchande et logique financière pour l'instant.

**La logique marchande** considère que le prix d'un actif immobilier est, comme pour tout bien, le résultat de la confrontation d'une offre et d'une demande sur un marché. *Le prix reflète donc notamment la rareté.* La valeur ne peut pas être déterminée directement, mais, en tout état de cause, peut être approximée par le prix (concept de « valeur vénale »). Cette logique, qui est certainement la plus ancienne, est la logique dominante sur le marché du logement.

**La logique financière**, elle, considère que l'actif immobilier est un actif comme les autres, dont la valeur est fonction des avantages économiques nets attendus de celui-ci, avantages calculés par rapport aux alternatives d'investissement disponibles. *La valeur reflète d'abord l'utilité économique.* Cette logique correspond bien à l'approche suivie sur le marché des investissements en immeubles, où elle tend même à devenir dominante, notamment sous la pression renouvelée des détenteurs de capitaux longs.

Il est clair que chaque logique résulte d'une approche différente de la matière immobilière et conduit donc à des exigences distinctes sur les objectifs et les méthodes de l'expertise immobilière.

### B. - Les méthodes traditionnelles de calcul de la valeur de marché

6 - **La méthode « par le fond »** procède par le recueil d'informations sur les transactions passées ayant pris place sur le marché et en déduit la « valeur vénale » de l'actif en question en apportant aux valeurs significatives dégagées une série de correctifs permettant de mieux prendre en compte les particularités uniques de l'actif en question.

**La méthode « par le revenu »**, dans la quasi-totalité des cas, consiste à capitaliser un montant de loyer brut à un taux de rendement, ces deux informations étant elles aussi obtenues par collecte de données à partir des transactions passées observées sur les marchés respectifs, données corrigées en fonction de la situation spécifique de l'actif.

Conceptuellement, ces deux méthodes ne sont pas très différentes : elles appartiennent toutes deux à la famille des méthodes d'évaluation ex-post, puisqu'elles sont basées sur le constat *a posteriori* des prix de marché. En cela, elles appartiennent aussi à la logique marchande définie plus haut. Si elles ont l'avantage d'être relativement simples et vérifiables, ces méthodes d'évaluation présentent aussi de sérieuses limitations :

- \* elles sont totalement déconnectées des phénomènes de cycles économique ou immobilier : essentiellement statiques, elles ne prennent pas en compte les changements d'environnement ; tournées vers le passé, elles ne peuvent que l'extrapoler, présupposant que l'environnement économique ne changera pas, et par conséquent, elles ne peuvent pas anticiper les mouvements réels ; de plus, le taux de capitalisation du marché ne permet pas d'établir de liens explicites avec des variables écono-

miques fondamentales, comme les taux d'intérêt et leur structure de termes ;

- \* elles ne prennent pas directement en compte la notion de risque : le taux de capitalisation du marché est un taux « tout compris », qui inclut de façon implicite tous les facteurs composant le prix ; par conséquent, le risque n'est pas introduit de façon explicite ;

- \* elles reposent sur une série d'hypothèses implicites qui sont difficilement justifiables aujourd'hui : on démontre que la méthode d'évaluation par capitalisation du revenu est un cas particulier de la méthode plus générale d'évaluation économique d'un actif et que, ce faisant, quatre hypothèses très critiques sont formulées :

- le loyer reste constant dans le temps (ou du moins le taux de croissance des loyers reste constant dans le temps) ;

- le taux de capitalisation reste constant dans le temps ;

- l'horizon de temps est infini ;

- il n'y a aucun coût de transaction.

Dans un monde complexe et en évolution de plus en plus rapide, il est clair que ces hypothèses sont de plus en plus souvent contredites et ceci amène à remettre en cause la pertinence aujourd'hui d'une approche de la valeur par le revenu exclusivement fondée sur la méthode de capitalisation du loyer.

## 2. Analyse financière et analyse immobilière : le choc des cultures —

7 - L'analyse financière apporta sa réflexion au travers d'outils nouveaux pour l'immobilier, mais cette irruption de l'analyse financière utilisant ses outils propres a parfois provoqué des catastrophes dans le domaine de l'immobilier. À la lumière des crises économiques et immobilières récentes, nous connaissons donc les limites de l'analyse financière pure appliquée à l'immobilier.

C'est l'analyse de ces limites réciproques qui sont à la source de réflexions visant à modifier l'utilisation par l'immobilier d'un certain nombre de phénomènes fondamentaux comme la source de l'épargne utilisable, l'outil de l'intermédiation financière (peut-on rendre l'immobilier « liquide » ?), la mise en cause de l'intervention de la puissance publique et de la collectivité locale : n'est-il pas indispensable de casser la spirale infernale qui renchérit sans cesse le foncier au moyen d'éléments structurels relevant de la fiscalité, voire de la spéculation, sous couvert de morale politique ?

### A. - L'analyse des temps nouveaux

8 - Les professionnels opérant sur les marchés de l'immobilier sont aujourd'hui brusquement soumis à des aléas, ici pris au sens de « risques », qu'ils ne connaissent pas, parce que dérogeant à une cohérence d'apparence théorique dans laquelle ils se complaisaient, puisque ladite cohérence était rassurante sous prétexte d'être rationnelle.

Certains des aléas relèvent en fait de l'analyse financière et c'est ce qui affecte les professionnels de l'immobilier ; et certains de ces aléas relèvent de l'analyse immobilière, et c'est ce qui affecte les professionnels financiers.

Soulignons en ce sens que l'immobilier financier aime la rareté, source de plus-value et de spéculations et les analystes financiers s'intéressant à l'immobilier ont alors peut-être cru trop facilement que l'on pourrait traiter l'immobilier comme du papier mobilier. C'est ce phénomène de financiarisation de l'immobilier qui a provoqué des catastrophes.

Les analyses financières et immobilières doivent se rencontrer, même si leurs caractéristiques restent différentes et les différences doivent se respecter. Le propre du placement immobilier reste un bien pérenne, c'est-à-dire le bien immeuble. Or, dans l'analyse financière de ce type de placement, on ne peut pas désolidariser l'outil du bien lui-même. L'erreur de l'analyse financière dans l'analyse immobilière est d'induire le terrorisme du court-terme. La notion de rentabilité à court terme est une notion davantage financière qu'immobilière.

En termes simples, on relèvera qu'on ne peut pas faire du long avec du court. On ne peut pas mélanger la stratégie du capital avec celle du rendement. Les investissements immobiliers réussissent bien, dans les années 1980-90, l'ambiance générale : on y a consommé de l'argent. Or, dans les années qui s'annoncent, il va nous falloir réapprendre à investir.

## B. - L'analyse stratégique : une cohérence souvent contradictoire

9 - Tout investissement peut répondre à plusieurs stratégies comme celles qui ont déjà été merveilleusement illustrées par Walt Disney dans l'adaptation du conte traditionnel « Les trois petits cochons » : il y a ceux qui veulent bâtir rapidement mais avec des risques quant à la solidité, c'est « la maison de paille » ; ceux qui cherchent du moyen terme : c'est « la maison de bois » ; et ceux qui bâtissent pour longtemps et en dur : c'est « la maison de briques ». Chacune de ces stratégies est respectable même si le loup de l'économie souffle parfois très fort, mais on ne peut pas les mélanger dans les analyses, car les outils nécessaires sont différents, même si le but est le même : construire, mais un objet différent pour une durée différente selon ses souhaits et son approche.

L'illustration de cette fable par Walt Disney montre parfois la contradiction de l'analyse purement financière appliquée à l'immobilier sans tenir compte de ses différences stratégiques. Le choc des cultures est, en ce sens, particulièrement explicite sur ce terrain. Par exemple, les investisseurs institutionnels souhaitent obtenir des estimations de valeurs vénales qui ne soient pas dépendantes directement du marché. Ceci a pour conséquence d'aboutir à des valeurs théoriques que nous appellerions « la théorie de la valeur consensuelle » et qui relèveraient en fait davantage de l'affectif tourné vers la pierre plutôt que de l'analytique. Mais paradoxalement, ces mêmes approches voudraient sauvegarder, par le biais dit de la « liquidité », la possibilité de jouer avec les évolutions à la hausse uniquement bien sûr, du marché.

L'incohérence est flagrante. En fait, il faudrait rapprocher l'analyse des valeurs des immeubles à la valeur d'usage et de

jouissance du bien pérenne et le marché dans lequel il s'inscrit. Soulignons en ce sens que la notion culturelle d'immobilisme inhérente à la notion même d'immeuble et qui trouve ses racines dans notre histoire politico-sociologique (nous avons tous un cœur de pierre) est aujourd'hui frappée d'obsolescence partielle. L'économie n'est que mouvement et tout immeuble lié particulièrement à l'activité économique est à l'image des hommes. Ces biens immeubles sont alors soumis à des cycles de vie, c'est-à-dire qu'ils naissent, se développent, sont malades, meurent. L'immobilisme sociologique lui-même est battu en brèche par les grands mouvements migratoires de ce siècle, qui font que par exemple des campagnes se vident et des villes se remplissent. La valeur des biens immobiliers laissés vacants est pour le moins sujette à caution. Quelle peut être la valeur réelle économique d'un immeuble qui n'a pas d'usage, si ce n'est alors une valeur affective, dite « consensuelle ».

Mais cette notion de vie, née de cycles économiques, constitue en elle-même la limite culturelle de la notion de pérennité d'un bien immobilier et c'est de l'application de cette notion à l'analyse financière immobilière que découlent les évolutions vers la fongibilité et la liquidité. La difficulté de recouper sur un même bien les différentes approches, vient également du fait que la culture immobilière emprunte aussi à l'analyse économique. Il en découle alors un constat : un bien immeuble n'a pas de valeur intrinsèque et il est très difficile d'extrapoler la valeur actuelle d'un bien futur, tant que l'on en connaît pas l'usage à venir.

Cette notion d'usage, oubliée aux plus belles heures de la spéculation, pourrait bien redevenir un pilier de notre valeur vénale à l'heure des nombreuses défaillances d'entreprises et de la surproduction des locaux commerciaux périphériques.

## Conclusion

10 - Plus que jamais, il apparaît nécessaire, certes de regarder le passé, mais aussi d'anticiper l'avenir. Si nous restions vissés au rétroviseur, nous ne pourrions évidemment ajuster nos valorisations aux attentes du marché et la crise n'en finirait pas.

Il nous appartient donc de faire évoluer les méthodes et de nous souvenir qu'en plus d'être économiste, juriste, technicien et maintenant écologue, il nous faut être mathématicien, stratège, sociologue ou même devin !

Mais attention, l'évolution de la méthodologie n'est pas une fuite en avant au service de la théorie de la valeur consensuelle et ne doit pas servir la cause de la cavalerie financière ni devenir l'accessoire d'un mécanisme de refinancement... c'est peut être aussi un retour au bon sens, notamment en cette période de crise. ■

**Mots-Clés :** Expertise - Méthodes - Évolutions - Diversités d'analyses