

## **LES METHODES D'ESTIMATION DES VALEURS VENALES : L'INCIDENCE DE LA CONJONCTURE**

**par François ROBINE - Expert près de la Cour d'appel de Paris**

La valeur vénale d'un bien est le prix auquel ce bien peut être cédé dans un délai d'usage et indépendamment de toute convenance de l'une ou l'autre des parties.

L'achat d'un bien peut être assimilé à une consommation lorsqu'il est à usage d'occupation et est un placement de type financier à support immobilier lorsqu'il est donné en location.

De ce fait, la mesure de la valeur s'effectue en francs au mètre carré et en taux de capitalisation.

Les deux unités de mesure servent de référence, mais leur panachage ou leur force probante est soumis aux évolutions du moment.

Sous le vocable de locaux d'entreprise, on distingue les locaux commerciaux (boutiques et centres commerciaux), les bureaux, les locaux d'activités et entrepôts.

Ces trois marchés ont aujourd'hui un trait commun, la crise, et des particularités.

### LA SITUATION DE CRISE

Cette crise, qui a une origine financière, dure depuis cinq ans. Née de l'accroissement vertigineux des encours bancaires jusqu'en 1991, elle a été aggravée par la baisse des valeurs des actifs financés et la crainte suscitée par les reports de versements des droits de mutation sur les opérations de marchands de biens en 1999.

La mise sur le marché avant cette date d'un stock important de mètres carrés fait craindre que le marché ne se détériore encore.

C'est pourquoi il y a plus de désinvestisseurs que d'investisseurs. La part de l'immobilier dans les investissements des institutionnels français a été divisée par 2 en dix ans.

La collecte des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) est en berne. Elle a été divisée par 4 en cinq ans (chute de 50 % entre 1995 et 1994).

De ce fait, tout promoteur anticipe la baisse future ou le risque de baisse future. La production de logements non aidés diminue (moins de 285 000 logements en 1995). L'immobilier de loisir n'existe plus: il y a des queues de programmes partout et le stock reste souvent important. Malgré la réduction des droits de mutation le 1<sup>er</sup> juillet 1995, les transactions sont en baisse (chute de 40 % en volume dans l'ancien en Ile-de-France). La réhabilitation est en berne.

En revanche, l'inflation maîtrisée ne fait plus jouer à l'immobilier le rôle de valeur refuge. L'absence d'inflation banalise ce support.

## LES SPECIFICITES

### **Les boutiques de centre-ville**

Le marché des murs de boutique a toujours été un marché d'investisseurs avec des taux de capitalisation voisins de 10 % (entre 8 % et 13 % pendant vingt ans), dans lequel le parc de locaux vacants était négligeable. Or, pendant ces vingt ans, les taux d'intérêt général ont largement fluctué. De ce fait, ce secteur peut être considéré comme ayant son autonomie et une permanence de critères. Le stock se composait essentiellement de boutiques au pied d'immeubles neufs en cours de commercialisation.

Aujourd'hui, la crise revêt un double phénomène.

On assiste au déplacement de la clientèle vers les grandes surfaces. Entre 1980 et 1995, la part des achats effectués par les ménages dans les supermarchés et hypermarchés est passée de 40 % à 64 %. La part de marché des grandes surfaces a augmenté de 24 %. C'est un phénomène considérable.

Entre 1985 et 1994, la surface autorisée par les commissions départementales d'urbanisme commercial (CDUC) a été de 11 725 252 m<sup>2</sup>.

La France est le pays d'Europe qui dispose du plus grand nombre de mètres carrés commerciaux par habitant. L'équipement commercial y est devenu surabondant. Peut-être quelques compléments pourraient-ils être utiles, mais de nombreux excès de surfaces existent aussi.

Pour cette raison, la loi du 5 juillet 1996 relative au développement et à la promotion du commerce et de l'artisanat (*AJPI* 1996, p. 615) qui vise le gel des autorisations était nécessaire

### **Les centres commerciaux**

La part de marché des centres commerciaux n'a cessé d'augmenter, en même temps que leur nombre. Entre 1985 et 1995, le nombre d'hypermarchés a doublé. On en compte aujourd'hui 1047, contre 430 en 1985.

Si l'on simplifie, la crise économique a fait fondre le chiffre d'affaires des centres-villes au profit des Carrefour, Auchan, etc., et de leur environnement immédiat.

### **Les bureaux**

La crise des bureaux est celle de la suroffre. Elle est importante dans presque toute la France, mais n'est dramatique qu'en région parisienne où l'on dénombre 4 millions de mètres carrés vacants.

Toutefois, dans ce stock de bureaux, la part du neuf s'avère minoritaire. Selon Auguste Thouard, 75 % de l'offre est de seconde main, c'est-à-dire porte sur des immeubles ayant déjà été occupés au moins une fois, ne serait-ce que quelques mois.

On estime le poids du stock de bureaux non réhabilités à environ 50 %.

Le stock de bureaux neufs représente un million de mètres carrés. Il diminue plus vite que celui de l'ancien qui stagne dans des valeurs en baisse.

## LES CONSEQUENCES SUR L'ÉVALUATION

### **Les boutiques**

L'usage était d'évaluer le loyer par capitalisation, le taux variant en fonction de l'emplacement et de la possibilité de déplafonnement (toujours à la hausse).

Aujourd'hui, étant donné la diminution des chiffres d'affaires, l'augmentation des redressements judiciaires et des liquidations, ce n'est plus le loyer qui est capitalisé, c'est dans une large part la valeur locative.

L'arrêt de la Cour de cassation du 24 janvier 1996 (*Sté Privilège c/Epx Lemut*), aux termes duquel la révision s'ouvre sans limite chaque fois que la modification des facteurs locaux de commercialité entraîne une évolution de plus de 10 % de la valeur locative, va confirmer cette approche.

Où le loyer est supérieur à la valeur locative et c'est cette dernière qui est capitalisée, où le loyer est inférieur à la valeur locative et c'est le loyer qui est capitalisé selon un taux dépendant de l'espoir du déplafonnement.

Il n'y a pas d'achat de murs de boutique sans recherche de valeur locative.

Ces remarques ne sont vraies que pour les investissements très élevés, ceux situés sur les artères de grande commercialité. Car, dans de nombreux cas d'emplacements secondaires, la demande en investissements de murs de boutique continue à se déterminer sur le loyer, considéré ici comme une rente fixe, indexée, quasi perpétuelle.

Le marché des boutiques se caractérise par son extrême fragmentation. Il n'attire aucun gros investisseur. Seules quelques SCPI sont orientées sur ce marché.

Aucun agent immobilier ne peut prétendre détenir même 5 % de ce marché.

A Paris, on compte 60 000 boutiques et le nombre de ventes est d'environ 2 800 par an, soit 4,6 %. De ce fait, les informations sur ce marché sont fragmentaires.

Le marché des murs de boutique est donc un marché atomisé, un marché d'investisseurs et donc de taux (et non de F/m<sup>2</sup>), un marché caractérisé pour la première fois par une suroffre où les locaux vacants vont émerger, un marché où les taux de capitalisation oscillant encore autour de 10 % vont diverger entre les bons et les mauvais emplacements.

### **Les centres commerciaux**

Globalement, ces centres sont des succès d'abord commerciaux, puis financiers.

Il n'existe pas de locaux vacants. La plupart des occupants sont des enseignes nationales, exploitant les locaux soit en propre, soit en franchise.

Les impayés y sont rares. Les renouvellements de baux se font généralement à l'amiable et à la hausse, bien que quelquefois avec crispation. Ils n'inspirent donc pas d'inquiétude à long terme.

Les taux de capitalisation y sont plus bas : environ 8 à 8,5 %, appliqués aux recettes brutes.

La différence de deux points entre la boutique de centre-ville et le centre commercial ne s'explique que par la crainte de la baisse des loyers à venir pour l'un et au contraire la confiance pour l'autre produit.

## **Les bureaux**

Paradoxalement, le marché des bureaux est très peu actif, car il y a des vendeurs mais pas d'acquéreurs.

La crainte d'une mise sur le marché en quasi-vente forcée pour payer les droits de mutation afférents à ce stock pèse considérablement.

Quand se produisent des ventes, elles répondent aux quatre critères impératifs et cumulatifs suivants:

- immeuble situé dans un site tertiaire (emplacement, emplacement, emplacement) ;
- immeuble de qualité (faux plancher, climatisation, bon éclairage);
- immeuble largement occupé (aucune vente significative d'immeubles vacants de quelque importance depuis six mois) ;
- des baux ayant une durée ferme de six ans à compter de l'achat.

L'acquéreur n'est plus utilisateur. Il est un investisseur.

La décision se fait donc d'abord sur des taux. Mais quels taux ?

La durée du placement de l'investisseur est de dix ans, soit équivalente à la durée de l'obligation assimilable du Trésor (OAT), le risque d'inflation étant faible.

Le taux de capitalisation est aujourd'hui une variable autour de ce taux directeur, mais il lui est légèrement ou très supérieur en raison du risque lié à l'immobilier, de l'importance des stocks, des droits de mutation très élevés (20 %).

Le marché de l'immobilier est aujourd'hui un marché de taux à support immobilier.

En conséquence, les évaluations fiscales en francs au mètre carré ou avec un abattement de 50 % pour occupation commerciale sont des monstruosités.

Un immeuble libre est invendable et n'a pas de valeur au sens du marché, si l'espoir de le louer est inexistant.

Tel est le cas des immeubles de bureaux situés dans des champs, comme sur le plateau

## LA HIERARCHIE DES TAUX DE CAPITALISATION

Le tableau ci-après montre que, entre les habitations et les commerces, les taux de capitalisation varient presque du simple au double. Comment expliquer une telle différence?

Elle ne se justifie ni par l'évolution des loyers, tous indexés sur l'indice INSEE, ni par les frais de gestion, ni par les risques d'impayés qui sont semblables.

Elle se justifie : par les droits fiscaux (20 % pour le commerce, 6 à 9 % pour l'habitation), par les risques de vacance et l'existence du stock actuel, mais aussi par la tradition.

	Paris	Banlieue	Province
Boutiques	8 - 11 %	10 - 13	10 - 15 %
Bureaux	6,5 - 10 %	9 - 13 %	9 - 15 %
Habitations	5,70 - 5,90 %	7 - 8 %	7,5 - 12 %

Prenons l'exemple d'une boutique avec un taux de capitalisation de 10 %; une fois déduits les droits de mutation de 20 %, il reste 8 %. La différence entre 5,7 (habitation) et 8 (v. tableau ci-dessus) demeure considérable.

La différence est encore plus faible s'il s'agit d'un patrimoine en sociétés civiles immobilières (SCI) car la cession se réalise alors à 4,80 %.

En conséquence, même si le marché des boutiques s'avère délicat en termes d'avenir commercial, l'avenir financier du placement n'est pas détestable. Il peut même se révéler bon, car tôt ou tard les droits de mutation devront baisser.

La hiérarchie des taux de capitalisation est donc partiellement infondée et constitue une opportunité.

L'expert constate l'état des taux. Le conseil peut émettre des observations, notamment celle de faire remarquer que les taux de rendement de l'immobilier commercial sont particulièrement attractifs.

En conclusion, le placement immobilier n'a pas à être injurié, mais il ne fournira plus la plus-value automatique à laquelle certains ont cru sur la base de séries statistiques partiales. Le placement immobilier génère des flux. La plus-value peut être espérée, mais elle ne sera dorénavant qu'un accident