Quand la valeur vénale prétend faire le revenu

par Jean-Philippe Monnet
Expert en évaluation immobilière et commerciale, expert près la cour d'appel de Paris, Mrics, associé au sein du Cabinet Robine – experts immobiliers

Dans le langage courant comme dans l'économie, la valeur est ce qui fonde l'échange. Mais en matière immobilière, les rapprochements entre valeur et revenu conduisent parfois à des raisonnements circulaires : certains continuent de vouloir déduire une valeur locative d'une valeur vénale, alors que seule la logique inverse – la capitalisation d'un revenu effectif ou potentiel – a une légitimité méthodologique. Si le revenu permet de définir la valeur, la réciproque n'est pas vraie. Ce principe, presque élémentaire, trouve ses racines dans l'histoire économique mais ressort aussi de la simple définition des termes ou encore de signaux juridiques. Les standards internationaux d'expertise sont aussi un guide à la mise en application des méthodologies d'expertise.

La valeur selon les dictionnaires : un rapport d'utilité et d'échange

La valeur est la qualité estimée d'une chose fondée sur son utilité objective ou subjective (valeur d'usage) ou le rapport d'échange entre un bien ou un service et la monnaie (valeur d'échange).
La valeur d'usage renvoie aux intérêts de celui qui exploite – le locataire. C'est sa capacité à générer un revenu et à supporter un loyer qui fonde la valeur locative réelle. L'exploitant raisonne en taux d'effort admissible, c'est-à-dire dans le rapport entre le loyer et son chiffre d'affaires hors taxes.
En revanche, la valeur d'échange vise la confrontation entre des biens comparables sur un marché donné. Elle se déduit donc de la comparaison directe des loyers pratiqués pour des locaux semblables.
Aucune de ces définitions ne légitime une approche qui ferait dériver un loyer d'un prix de vente.

L'héritage agricole et la financiarisation de l'immobilier

La rente agricole (jusqu'au XVIIIe siècle)

À l'époque, la valeur d'une terre se mesurait à sa capacité à produire une rente stable. Le prix d'un domaine se calculait alors en capitalisant le fermage annuel.
La logique était purement descendante : revenu → valeur.

L'immeuble de rapport (au tournant du XXe siècle)

Au tournant du xxe siècle, l'urbanisation et l'essor du bâti locatif ont transposé cette logique du monde agricole au monde urbain.
L'immeuble de rapport est devenu un actif générateur de flux locatifs, comparable à un titre obligataire. Dès les années 1920-1930, la France a adopté la méthode par capitalisation du revenu net. La formule est désormais connue :

$$\text{Valeur vénale} = \frac{\text{Revenu net annuel}}{\text{Taux de capitalisation}}$$

Cette approche, alors réservée aux immeubles de rapport, s'est imposée progressivement comme une méthode canonique pour les actifs tertiaires (bureaux, commerces, logistique).
Par la suite, le marché se financiarise : l'immeuble devient un actif productif de flux.

L'ère des investisseurs institutionnels (1970-1990)

L'apparition des SCPI et, plus tard, des SIIC, accentue cette logique financière : la valeur d'un immeuble est l'actualisation de ses flux futurs, à la manière du *discounted cash flow* en évaluation d'entreprise.
L'immobilier entre pleinement dans le champ de la finance d'actifs.
Cette transposition de la finance d'entreprise à la finance immobilière devrait alerter. Nul ne déduit un chiffre d'affaires d'une capitalisation boursière.

La dérive inverse (années 2000)

Avec la flambée des prix et la baisse des rendements, certains acteurs ont inversé le raisonnement : partant du prix du capital, ils en ont déduit un revenu théorique. Mais cette « rétro-capitalisation » produit des valeurs locatives déconnectées du marché et des capacités réelles des exploitants.

L'exemple concret des locaux commerciaux de centre-ville

Les politiques urbaines imposent souvent aux promoteurs la création de locaux commerciaux en pied d'immeuble pour dynamiser les centres-villes.
Mais ces locaux sont parfois valorisés par analogie avec les appartements construits au-dessus : le prix du mètre carré commercial est fixé à partir du prix du logement, éventuellement ajusté pour tenir compte de locaux livrés « brut de béton ».

Imprimé par BENJAMIN ROBINE (f.legretard@robine-expertises.com) Tous droits réservés

Ce prix, fixé en amont, devient ensuite la base d'un calcul de rentabilité. L'investisseur applique un taux de rendement cible et déduit le loyer correspondant, sans référence au marché locatif réel. Les conséquences probables sont connues :

- locaux invendus, faute de rentabilité suffisante pour les investisseurs ;
- exploitants fragilisés, confrontés à un taux d'effort insoutenable.

Ici, la valeur du capital a dicté le revenu, au mépris de la logique économique. Le prix, déconnecté de la demande locative, devient source de déséquilibre durable.

Une dérive qui s'étend à d'autres classes d'actifs

Quels ne sont pas les déboires de certains investisseurs, souvent « petits » propriétaires particuliers préparant leur retraite, qui se sont vu proposer des promesses de taux de rendement et non des promesses de montant de loyer.

Sous la « garantie » d'une prise à bail commercial, ils ont acheté un rendement qui souvent s'est rapidement écrasé, faute d'un loyer d'origine qui n'était pas corrélé au marché et/ou à la capacité financière de l'exploitant.

On y retrouve ici des classes d'actifs nées au début des années 2000 avec les résidences para-hôtelières, les résidences seniors, les EHPAD ou encore les résidences étudiantes.

Les standards internationaux : un sens unique assumé

Les standards professionnels affichent ce rapport entre le revenu et la valeur, mais à sens unique. Ni la Charte de l'expertise en évaluation immobilière, ni le *Red Book* (RICS), ni les *European Valuation Standards* (TEGoVA) ne mentionnent la possibilité de déduire une valeur locative d'un prix.

Tous reconnaissent la méthode du revenu capitalisé pour estimer une valeur vénale à partir d'un loyer de marché, mais aucun ne préconise de « rétrocalculer » un loyer à partir d'un prix. Le *Red Book* est explicite : les valeurs doivent être fondées sur des données de marché observables, et non sur des inférences non démontrées (*unsubstantiated inference*).

Si la rétrocapitalisation est méthodologiquement non justifiée, peut-être pourrait-on envisager de le préciser dans ces ouvrages ?

Le code de commerce : cinq critères et aucun prix de vente

L'article L. 145-33 du code de commerce fixe la règle pour les baux commerciaux. Le montant des loyers révisés ou renouvelés doit correspondre à la valeur locative, laquelle est déterminée d'après cinq critères objectifs :

- les caractéristiques du local considéré ;
- la destination des lieux ;
- les obligations respectives des parties ;
- les facteurs locaux de commercialité ;
- les prix couramment pratiqués dans le voisinage.

Ni la valeur vénale du bien, ni son prix d'acquisition n'apparaissent parmi ces critères. La valeur locative, qu'elle soit statutaire (définie par le code de commerce) ou de marché (non définie par le code de commerce), doit donc être fondée sur l'observation de loyers réels et non sur des données patrimoniales.

Pour les terrains, les locaux monovalents ou les bureaux, le code renvoie également à la logique d'usage et de marché : la modalité d'exploitation, les usages de la branche ou les prix pratiqués pour des locaux équivalents. Là encore, aucune référence à la valeur vénale.

L'absence de confirmation jurisprudentielle récente

La cour administrative d'appel de Marseille, dans un arrêt du 3 avril 2025 (CAA Marseille, 3 avr. 2025, n° 23MA01630), n'a pas écarté cette rétrocapitalisation proposée par l'administration fiscale.

Certes, il ne s'agissait pas du seul motif de la décision. Mais l'arrêt précise tout de même que « L'administration, après avoir constaté que, compte tenu des caractéristiques du bien, il n'existe pas de marché locatif pertinent, a mis en œuvre la méthode d'évaluation par le taux de rentabilité, consistant à appliquer à la valeur vénale du bien un taux de rendement locatif. Pour déterminer la valeur vénale, elle a retenu comme termes de comparaison au titre de l'année 2013 deux cessions de biens intervenues à Ramatuelle et quatre à Saint-Tropez [...] l'administration a ainsi retenu, compte tenu de la valeur moyenne du m² de surface utile résultant de ces comparables [...] à laquelle elle a affecté, du fait des prestations exceptionnelles offertes par ce bien et de sa localisation, un taux de rendement de 3 % pour aboutir à une valeur locative. »

Dans le même sens, l'article 1498-III-A du code général des impôts précise que « la valeur locative de la propriété ou des fractions de propriété qui présentent des caractéristiques exceptionnelles est déterminée en appliquant un taux de 8 % à la valeur vénale ». Bien évidemment, ce texte très spécifique ne remet pas en cause la préférence de la comparaison, mais cette seule ouverture semble déjà bien trop importante.

Remarque

Seule l'administration semble donc encore valider cette pratique, mais sans doute pour des situations exceptionnelles, voire uniques. On pense alors peut-être à certaines estimations qui relèveraient d'une délégation de service public ou dans le cadre de contrats relevant du secteur des transports ou encore de l'énergie.

Quant aux juridictions civiles ; elles sont aujourd'hui certainement bien moins confrontées à ces applications méthodologiques – quoique certains rapports d'expertise vus çà et là pourraient les amener à écarter très explicitement cette voie « expertale ».

La valeur vénale peut se déduire du revenu (effectif, théorique, potentiel), pas l'inverse.

Vouloir inférer le revenu d'un prix, sans preuve locative, reviendrait à bâtir un raisonnement circulaire et déconnecté de la réalité de marché.

L'expertise immobilière étant avant tout une question de bon sens, retenons simplement qu'un bien vaut ce qu'il rapporte, non ce qu'on en espère.

Imprimé par BENJAMIN ROBINE (f.legretard@robine-expertises.com) Tous droits réservés