

# DROIT AU BAIL, COEFFICIENT DE COMMERCIALITÉ : QUELLES VALEURS ÉCONOMIQUES ?

par **Pascal Lesieur** Immogroup Consulting

Si l'approche mathématique ne manquera pas d'être aride pour certains lecteurs, le mérite de cet article très technique est aussi de poser les bonnes questions sur les déterminants de la valeur du droit au bail, influencée par de multiples facteurs.

**D**éterminer la valeur du droit au bail et du coefficient de commercialité est une tâche complexe. Si nous ne dénions pas l'intérêt et l'utilité irremplaçable de la connaissance et des comparaisons directes de ces valeurs sur un marché donné pour une classe d'actifs donnée, ainsi que l'étude des facteurs de minoration ou de majoration de ces facteurs, leur quantification reste problématique.

Nous proposons dans cet article une méthode d'approche par calcul économique. Nous sommes bien conscients des limites de cette approche financière car le droit au bail reste un actif particulier indispensable à l'exploitation du fonds de commerce, et notre approche purement financière (le limiter à un gain de loyer futur et aléatoire) demeure sans aucun doute réductrice.

Il n'en demeure pas moins qu'elle obéit, comme les autres actifs, à des impératifs d'équilibre financier et qu'une approche rationnelle demeure nécessaire même si nous ne saurions trop conseiller de croiser nos méthodes économiques avec des comparaisons directes (de type droit de bail/m<sup>2</sup> boutique) compte tenu de la volatilité de ces méthodes.

À cette fin, nous poursuivons les travaux de Messieurs Bohl, Marx et Colomer sur les enjeux et les déterminants de la valeur du droit au bail et du coefficient. En ce qui concerne les raisons des écarts entre valeurs de marché et valeurs judiciaires, l'article est consultable sur notre site ([www.expertise-immobilier-33.fr](http://www.expertise-immobilier-33.fr)) ou sur le site de la CNEJI. Nous invitons donc les lecteurs à s'y reporter afin de nous consacrer exclusivement à notre approche financière de ce modèle économique français si particulier.

## OBSERVATION STATISTIQUE

Une série statistique effectuée sur les rues commerçantes de Bordeaux allant de 400 à 2 000 €/m<sup>2</sup> boutique (ou pondéré) permet les observations suivantes :

- ▶ forte volatilité de C entre 2 et 17 mais moyenne de 12, pas si éloignée des 10 retenus couramment ;
- ▶ énorme dépendance de C à LM – LE. Si LM – LE tend vers 0, le C s'envole et vice versa ;
- ▶ moindre dépendance de C à DB.

## Données repères

Par définition,

$$DB = (LM - LE) \times C \text{ ou } C = DB / (LM - LE)$$

avec :

LM = loyer de marché (ou valeur à l'américaine sans paiement de droit de bail)

LE = loyer constaté dans le bail ou effectif

DB = pas de porte ou droit de bail ou droit d'entrée

C = coefficient de commercialité ou de multiplication ou de reconstitution de l'écart locatif. Il mesure combien de fois se paie le droit de bail en gain locatif (3 fois, 10 fois, 15 fois ?)



Certains ont pensé que le multiplicateur C est plutôt constant, *ceteris paribus*<sup>1</sup>, la variation du droit de bail étant symétrique de la variation LM – LE ; ou, littérairement formulé, le droit de bail varie dans la même proportion que le gain locatif. Toutes les observations du marché démontrent au contraire son énorme volatilité.

**Explications.** Cette absence de proportionnalité s'explique par le fait que le gain locatif et le montant du droit de bail, étant chacun influencés par des variables différentes, suivent des évolutions divergentes.

► Les loyers de marché varient selon la commercialité et l'activité du locataire. Les loyers juridiques varient selon les décisions de justice. Les loyers effectifs varient selon les évolutions contractuelles. Il s'ensuit que l'écart LM – LE est très volatil.

► L'avantage locatif n'est pas pérenne car les risques de déplaçonnement l'impactent. Autrement formulé, un commerçant sera d'autant plus réticent à payer un fort droit de bail (et un gros C) qu'il pense que les risques de déplaçonnement à l'issue du bail sont élevés et donc que son gain locatif va fondre à l'avenir.

► Si les taux d'emprunt diminuent, C doit augmenter et réciproquement. Le droit de bail doit, en effet, être financé. Une hausse du coût du crédit limitera la capacité d'emprunt et donc la valeur d'acquisition du droit de bail.

► Si nous avons de bonnes perspectives de valorisation de LM à l'avenir (bonne santé de la commercialité locale), C doit augmenter. Le loyer de marché augmentant, le gain locatif comme la valeur future du droit de bail vont croître.

► L'asymétrie d'information, de compréhension et de modèle économique entre agents sur un marché du droit de bail particulièrement complexe conduisant à des anomalies.

► Il existe des divergences de besoins et de moyens entre acteurs. Sur la place de Bordeaux, on dit généralement que les locataires avec C = 16 ont surpayé le loyer global et/ou leur droit de bail pour des raisons de convenance. Mais une firme qui veut absolument s'implanter dans un secteur car elle sait que ses bénéfices seront élevés sera disposée à payer un C et un droit de bail élevé.

Ces constats amènent à tenter de préciser le modèle.

## IMPACT DES CLASSES D'ACTIFS ET DES TAUX DE RENDEMENTS

Si l'on retient la formule :  $VVL = DB + VVO$  (hypothèse sous-jacente : le droit de bail compense exactement la perte locative du fait d'un loyer en deçà de son niveau de marché), avec :

- VVL = valeur vénale libre
- VVO = valeur vénale occupée
- DB = droit de bail

Que l'on conjugue  $DB = C \times (LM - LE)$ , en retenant en outre :

- $VVL = LM/Tm \times 1,069$
- $VVO = LE/Tm^* \times 1,069$

Avec Tm = taux de rendement sur loyers de marché  
Et Tm\* = taux de rendement sur loyers effectifs

En cherchant C, si  $Tm = Tm^*$ , c'est-à-dire si l'avantage est infini et qu'il n'y a jamais de rattrapage de loyer, en conjuguant les formules, nous obtenons :

- $DB = VVL - VVO = C \times (LM - LE) = (LM - LE)/Tm$
- et on en déduit  $C = 1/Tm^2$

Selon les taux habituels sur boutique prime Tm, nous obtenons :

| Type de commerce                   | Tm     | C     |
|------------------------------------|--------|-------|
| Boutique de centre Paris           | 4,00 % | 25    |
| Boutique de centre province        | 5,00 % | 20    |
| Retail parks                       | 7,00 % | 14,2  |
| Boutique secondaire Paris/Province | 8,00 % | 12,50 |

*NB : Les taux de rendement doivent s'analyser comme des taux de revenu net/Valeur droit de bail inclus.*

Dans cette hypothèse de poursuite infinie de la pérennité du gain locatif, les C théoriques maximums sont compris entre 12 et 25 environ pour des locaux commerciaux. Il serait absurde de les dépasser sauf à croire que l'écart de loyer va encore s'envoler à l'avenir, à l'instar des Champs-Élysées.

1. Toutes choses égales par ailleurs.

2. En fait, dans ce cas extrême, Tm est supérieur à Tm\* car les charges immobilières sont semi-variables.

**Effet taux.** Dès ce stade, nous remarquons la sensibilité des taux à la valeur de C, et donc du droit de bail, et au risque immobilier classique entre classe d'actifs. En période de taux bas, comme actuellement, les droits de bail sont soutenus comme tous les actifs réels. Ceci a été un gros soutien aux valeurs du droit de bail des années récentes qui les ont empêchées de s'effondrer. Car en période de stagnation, voire de baisse des loyers, de risques accrus et donc de retournement des anticipations, les gains locatifs fondent et les droits de bail chutent.

**Effet risques.** En réalité, la valeur de C et d'un droit au bail capitalisé à l'infini est notablement inférieure pour les principales raisons suivantes :

- ▶ le manque de liquidité du droit au bail, qui est un actif incorporel de l'entreprise. Il ne peut pas être cédé sans son fonds de commerce, et présente, au surplus, des risques d'augmentation de loyer à chaque reprise de bail. Ces inconvénients limitent sa valeur ;
- ▶ le coût et la difficulté de financement des droits au bail limitent la capacité d'emprunt du commerçant qui doit se procurer des fonds propres. Il est d'usage, de la part du banquier, d'exiger 50 % de fonds propres et un coût d'emprunt de 5 % minimum ;
- ▶ le risque de déplafonnement à l'issue du bail et de retour à la valeur locative judiciaire, ou le risque d'accepter un loyer de renouvellement intermédiaire entre loyer effectif et judiciaire pour éviter un déplafonnement ou obtenir de la part du bailleur des aménagements de bail ;
- ▶ le risque de perte de droit de bail en cas de non-respect des clauses du bail ;
- ▶ la forte volatilité des écarts à venir entre LM, LJ et LE. En réalité, ce sont toutes des variables, comme on l'a vu. LM est dépendant de l'évolution de la commercialité de sa situation, LJ de celle des décisions judiciaires, LE de celle des indices ICC, IRL ou des décisions de renouvellement ;
- ▶ le risque de changement de législation des baux commerciaux, plus sensible en cette période de taux bas, où les évolutions de très long terme conservent un impact. À ce sujet, il convient de remarquer que le plafonnement du déplafonnement sur dix ans est un facteur de hausse de valeur du droit de bail.

Mais, en pratique, le cas  $T_m = T_m^*$  est rare. Cette méthode ne nous donne donc qu'un quasi-maximum théorique qu'il faut approcher différemment.

## APPROCHE DE LA VALEUR ÉCONOMIQUE DU DROIT DE BAIL

Le fondement économique de cette méthode est que la valeur du droit de bail est égale à la somme des futurs gains nets de loyers actualisés (méthode traditionnelle des flux de revenus nets futurs actualisés). On peut l'exprimer de deux façons, mathématique ou littéraire.

### 1. Formulation mathématique

$$DB = \sum_{i=1}^n (LM - LE) \times (1+c)^i / (1+a)^i = \sum_{i=1}^n (LM - LE)q^i$$

avec :

- ▶ n qui tend vers l'infini afin de contourner l'obstacle de la valeur de revente future ;
- ▶ LM, LE, LJ qui sont des constantes indexées selon un indice contractuel.

En réalité, tout variera à l'avenir pour les raisons précitées. C'est une limite importante du modèle, on peut cependant penser que les évolutions des trois loyers seront symétriques. Si la rue monte en commercialité, on constate que les trois loyers progressent avec, il est vrai, des effets de retard. Convergence qui stabilise les écarts entre LM, LJ et LE.

### Hypothèses :

- ▶  $\sum_{i=1}^n$  : représente la somme de  $i = 1$  à  $n$ , n tend vers l'infini afin d'éviter le calcul d'un droit de bail futur trop aléatoire ;
- ▶ Croissance de LM, LJ et LE selon indexation constatée des trois dernières années (c) et actualisation (a) ;
- ▶ DB : valeur actuelle du droit de bail, valeur recherchée ;
- ▶ n : année n ;
- ▶ LM : loyer de marché (à l'américaine) ;
- ▶ LE : loyer effectif du bail ;
- ▶ a : taux d'actualisation ;
- ▶ c : ICC ou ILC prévisionnel si indexation, soit la moyenne des trois dernières années (0 % actuellement).

Nous décomposons le gain locatif (LM – LE) entre le gain locatif que nous appellerons gain judiciaire pérenne (LM – LJ) et le gain contractuel aléatoire (LJ – LE), dépendant du risque de déplafonnement (ou de renouvellement), et il faut donc introduire un coefficient de risque  $\beta$ , avec :



►  $\beta$  : probabilité du risque de déplaçonnement compris entre 0 (déplaçonnement certain) et 1 (risque nul) ;

►  $f$  : nombre d'années restant à courir avant la fin du bail ;

►  $q = (1 + c) / (1 + a)$  ;

►  $LJ$  : valeur locative judiciaire (article R 145-7 du Code de commerce)

#### Notre formule devient :

$$DB = \sum_{i=1}^n (LM - LJ) \times q^i + \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times q^i + \beta \times \sum_{i=1}^n (f + 1 - i) \times (LJ - LE) \times q^i$$

Rappelons que :

$$\sum_{i=1}^n q^i = q \times (1 - q^n) / (1 - q) \text{ (somme d'une suite géométrique de raison } q \text{ avec } 0 < q < 1)$$

Quand  $n$  tend vers l'infini,  $q^n = 0$

$$\text{Alors } \sum_{i=1}^{\infty} q^i = q / (1 - q) = (1 + c) / (a - c)$$

DB devient :

$$DB = (LM - LJ) \times (1 + c) / (a - c) + \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times q^i + \beta \times \sum_{i=1}^n (f + 1 - i) \times (LJ - LE) \times q^i$$

$$DB = (LM - LJ) \times (1 + c) / (a - c) + \beta \times \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times (1 + c) / (a - c) + (1 - \beta) \times \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times q^i$$

#### 2. Formulation littéraire

La valeur du droit de bail est une fonction croissante des écarts de gains locatifs judiciaires et contractuels, de leurs progressions indiciaires, et décroissante du risque de déplaçonnement et du taux d'actualisation des gains de loyers.

Précisons enfin que la nouvelle loi (rattrapage de 10 %/an en cas de déplaçonnement) devra ultérieurement compléter la formule par intégration du manque à gagner actualisé et capitalisé du bailleur à la valeur du bail pondéré du risque de déplaçonnement.

Ce bénéfice futur de gain locatif se décompose donc en la somme de trois facteurs :

1.  $(LM - LJ) \times (1 + c) / (a - c)$ , c'est-à-dire le gain locatif entre loyer de marché et loyer judiciaire supposé pérenne car même en cas de déplaçonnement, ce gain locatif subsistera.
2.  $\beta \times (LJ - LE) \times (1 + c) / (a - c)$ , c'est-à-dire le gain locatif entre loyer judiciaire et loyer contractuel mais pondéré du pourcentage de risque de déplaçonnement  $\beta$ .
3.  $(1 - \beta) \times \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times q^i$ , c'est à dire le gain locatif entre loyer judiciaire et loyer effectif supposé certain jusqu'à la fin du bail car contractuel et non modifiable (sauf rares exceptions) pondéré du risque de déplaçonnement.

## MODALITÉS D'APPLICATION DE LA FORMULE

Les références judiciaires assez nombreuses doivent permettre de cerner  $LJ$  avec un bon degré de précision. S'agissant de  $LM$ , sa difficulté de détermination provient du manque de locations sans droit d'entrée ou de droit de bail dans les quartiers hyper commerçants. L'expert devra cependant trouver ces loyers ou à défaut extrapoler l'écart entre  $LM$  et  $LJ$ . En outre, ce modèle mathématique fait surgir deux nouvelles difficultés à celles habituelles de détermination de  $LM$  et  $LJ$  : les taux d'actualisation et le pourcentage de risque  $\beta$ .

### 1. Les taux d'actualisation.

Trois façons de les évaluer existent.

1. Le coût moyen du capital de l'entreprise.
2. Le taux d'intérêt sans risque de longue durée + prime de risque.
3. Par comparaison.

► Nous écartons la première solution (bien que parfois pratiquée en calcul d'investissement) car ce coût reste propre à chaque entreprise, et les risques et facteurs de moins-value trop spécifiques à la valeur du droit de bail nous conduisent à retenir un taux différent.

► La deuxième solution se scinde en deux difficultés :

▷ le taux d'intérêt d'un placement sans risque de même durée pourrait cependant faire l'objet d'une surprime pour spécificités de cet actif et notamment de sa faible liquidité car le droit de bail est indissociable du fonds de commerce ;

▷ le risque d'évolution des flux futurs est encore plus difficile à déterminer car la liste des risques est nombreuse (volatilité de tous les paramètres, vacance, changement de législation, perte du droit de bail, etc.).

► La troisième solution reste évidemment la meilleure car elle intègre le comportement des acteurs sur le marché mais elle reste difficile d'application. Une étude économétrique sera alors nécessaire afin de le préciser.

On observe cependant que le marché fournit une approche de ce taux d'actualisation par la prise en compte du taux de rendement quand  $n$  tend vers infini par égalisation du taux de rendement, du taux de rendement interne de rentabilité et du taux d'actualisation selon la formule :

► Valeur vénale par capitalisation = Revenu/ $a$  = Revenu/taux de rendement droit inclus ;

► D'où  $a = T_m \times 1,069$  ou taux de capitalisation brut, avec 6,90 % de taux des droits de mutation (normes Afrexim).

À ce stade, précisons la notion de loyer net. Il s'agit ici du net de toutes charges car le gain locatif obtenu est net de charges. Il intègre, comme le taux de rendement immobilier, l'évolution future des revenus et de la plus-value ainsi que la rentabilité (les charges en immobilier, rappelons-le, sont semi-variables).

*A contrario*, il n'intègre pas les risques spécifiques au droit de bail (faible liquidité, changement de législation, limitation de l'objet du bail, de cession, clause acquisitive des travaux, fiscalité). On peut alors penser

qu'un taux d'actualisation supérieur au taux de rendement pourrait être plus pertinent. Mais, à l'inverse, il n'intègre pas le fait que le droit de bail est aussi un droit réel immobilier indispensable à l'activité.

Cette solution nous paraît cependant la meilleure bien que les autres solutions restent envisageables selon cas particuliers.

## 2. Le coefficient $\beta$

Précisons d'abord deux cas extrêmes où :

$\beta = 1$ , aucun risque de déplaçonnement ou de renouvellement à la hausse à l'infini (théorique) donc C maximum (en principe).

## Exemples sur les boutiques de la ville de Bordeaux

**N**ous avons travaillé à partir de ventes de droit de bail constatées dans lesquelles nous connaissons les loyers de bail effectifs, judiciaires, et appliqué les taux de rendement et d'indexation de l'époque. Le taux d'actualisation retenu est le taux de rendement de l'actif considéré de l'époque.

**Cas 1 :** commercialité de type 2 bien orientée, risque moyen de déplaçonnement

**Cas 2 :** commercialité de type 1 bis déclinante, risque moyen de déplaçonnement

**Cas 3 :** commercialité de type 1 bis stable, risque moyen de déplaçonnement

**Cas 4 :** commercialité de type 2 bis bien orientée, risque faible de déplaçonnement

**Cas 5 :** commercialité de type 1 bien orientée, déplaçonnement certain et démarrage d'un nouveau bail

| Cas | LE  | LJ  | LM  | LM - LJ | LJ - LE | a (%) | c (%) | $\beta$ | $\frac{1+c/a}{-c}$ | 1 <sup>er</sup> facteur | 2 <sup>e</sup> facteur | 3 <sup>e</sup> facteur | DB déduit | m <sup>2</sup> B | DB constaté | DB        | C  | an    |
|-----|-----|-----|-----|---------|---------|-------|-------|---------|--------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-----------|------------------|-------------|-----------|----|-------|
| 1   | 212 | 240 | 275 | 35      | 28      | 7,48  | 2,50  | 0,5     | 21                 | 720                     | 288                    | 49                     | 1 057     | 142              | 1 056       | 150 000   | 17 | 2 004 |
| 2   | 208 | 280 | 350 | 70      | 72      | 6,95  | 2,50  | 0,5     | 23                 | 1 613                   | 829                    | 126                    | 2 568     | 73,3             | 2 865       | 210 000   | 20 | 2 005 |
| 3   | 392 | 520 | 600 | 80      | 128     | 6,41  | 2,00  | 0,5     | 23                 | 1 849                   | 1 474                  | 223                    | 3 546     | 57,75            | 3 636       | 100 000   | 18 | 2 010 |
| 4   | 112 | 170 | 190 | 20      | 58      | 8,02  | 2,00  | 0,7     | 17                 | 339                     | 692                    | 96                     | 1 127     | 150              | 900         | 135 000   | 11 | 2 008 |
| 5   | 142 | 600 | 900 | 150     | 458     | 6,41  | 2,50  | 0       | 26                 | 3 928                   | 0                      | 0                      | 3 928     | 280              | 3 571       | 1 000 000 | 5  | 2 006 |

### Nos constats

- Les résultats sont assez proches du droit de bail conclu.
- Très forte volatilité de C qui obéit massivement à l'écart de loyer mais nullement aux variations de LJ et de  $\beta$ . Ceci est un problème majeur car il est certain que ceux-ci influencent fortement la valeur du droit de bail et ce coefficient les oublie. Ceci est l'aboutissement d'une longue errance sur ces coefficients ou de multiples normes non satisfaisantes ont été successivement proposées : 9 parce que c'est la durée d'un bail puis 10, puis 5, 6, 9 à l'époque de taux financiers actualisés plus élevés puis enfin des barèmes d'amplitudes considérables en fonction de la valeur locative. Compte tenu de sa très forte volatilité et de son caractère insuffisant, cet outil ne nous paraît plus approprié tant à la détermination du droit de bail qu'à celle d'un loyer de marché.
- La volatilité de tous les paramètres est forte et l'on retrouve la même difficulté propre aux modèles de flux de revenu net en raison du caractère multiplicateur du calcul des incertitudes.
- Tous ces paramètres varient avec le temps : taux d'intérêt et d'inflation, pincement des écarts entre valeurs locatives et judiciaires, évolution des loyers, etc.
- On remarque que le ratio droit de bail/m<sup>2</sup> boutique reste cohérent et pertinent et que nous ne saurions trop conseiller de le croiser avec notre méthode, quitte à le corriger des variables exprimées : risque de déplaçonnement, évolution des loyers, taux pratiqués, etc.

En dépit de ces faiblesses tenant à la fiabilité de ses postulats et de sa difficulté réelle et conséquente d'application, nous pensons que ce modèle a le mérite pédagogique de poser les bonnes questions sur les déterminants de la valeur du droit de bail : recherches des valeurs de marché et judiciaires, incidences des valeurs immobilières et des taux, évolution des valeurs locatives, prise en compte de l'objet et des spécificités du bail, mesure des risques, facteurs de déplaçonnement et de permettre ainsi de mieux cerner la valeur du droit de bail.

Notre formule devient :

$$DB = (LM - LE)/q = (LM - LE) \times (1 + c)/(a - c)$$

**$\beta = 0$ , risque de déflafonnement ou de retour à la VJ certain**

Par exemple, durée du bail contractuelle supérieure à 9 ans ou déflafonnement de tout le quartier ou autres cas définis par la législation ou le contrat.

Notre formule devient :

$$DB = (LM - LJ)/(1 + c) \times (a - c) + \sum_{i=1}^n (LJ^i - LE^i) \times q^i$$

**Mais si  $\beta$  intermédiaire, compris entre 0 et 1**

$$\text{Nous avons : } DB = (LM - LJ) \times (1 + c)/(a - c) + \beta \times (LJ - LE) \times (1 + c)/(a - c) + (1 - \beta) \times \sum_{i=1}^n (LJ - LE) \times q^i$$

L'expert devra mesurer ce risque  $\beta$  en fonction de son étude des facteurs de déflafonnement de l'actif.

► Au vu de cette formule et dans des cas de commercialité modérée, nous en déduisons que les

multiplicateurs de gain de loyer ne s'effondrent pas autant qu'on le croit habituellement. Certes, les taux d'actualisation augmentent fortement avec la hausse des risques d'évolutions de gains locatifs moins favorables mais les écarts de loyers eux jouent massivement dans l'autre sens.

► Pourquoi ? Parce que l'écart entre loyers effectifs, juridiques et de marché se pince considérablement sur ce type de marché (nous renvoyons à nouveau à notre étude de l'explication de l'écart entre loyer juridique et de marché à ce sujet).

En outre, le droit de bail ne disparaît pas avec des commercialités modérées car le bailleur a toujours un double intérêt à un loyer modéré par le paiement d'un droit de bail : éviter une baisse de loyer par le retour à la valeur locative et sécuriser son revenu locatif.

Nous illustrons notre approche par les commerces de la ville de Bordeaux (voir encadré page précédente).▲



Save the date **Jeudi 15 octobre 2015**



chez AMUNDI  
90, boulevard Pasteur - 75015 Paris  
de 9h à 17h



L'IEIF est habilité à dispenser de la formation continue  
(n° 11 75 11255 75)

**Tarif spécial adhérent IEIF (- 20 %)**

**Tarif dégressif selon le nombre de participants**

Contact : Elisabeth Folliard - 01 44 82 63 73 - [elisabeth.folliard@ieif.fr](mailto:elisabeth.folliard@ieif.fr)

[www.ieif.fr](http://www.ieif.fr)