Comment donner une valeur à l'immobilier ?

L'efficacité des méthodes du Crédit foncier de France au XIX^e siècle

*How to Determine Real Estate Value? The Efficiency of Crédit Foncier de France
Methods in the 19th Century*

David Le Bris

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/histoiremesure/5302>

DOI : 10.4000/histoiremesure.5302

ISSN : 1957-7745

Éditeur

Éditions de l'EHESS

Édition imprimée

Date de publication : 30 juin 2016

Pagination : 43-59

ISBN : 978-2-7132-2521-5

ISSN : 0982-1783

Référence électronique

David Le Bris, « Comment donner une valeur à l'immobilier ? », *Histoire & mesure* [En ligne], XXXI-1 | 2016, mis en ligne le 30 juin 2018, consulté le 03 juin 2022. URL : <http://journals.openedition.org/histoiremesure/5302> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/histoiremesure.5302>

David LE BRIS*

Comment donner une valeur à l'immobilier ? L'efficacité des méthodes du Crédit foncier de France au XIX^e siècle

Résumé. Fondé en 1852, le Crédit foncier prête la moitié de la valeur d'un immeuble apporté en hypothèque. Comme tout intermédiaire financier, le Foncier doit réduire l'asymétrie d'information entre prêteur et emprunteur. En utilisant les archives des premiers dossiers de prêt, cet article montre que la banque met en place une démarche efficace d'évaluation des immeubles et des entreprises agricoles. Cette évaluation combine une méthode par multiples sur des biens comparables et une autre par actualisation des revenus futurs ; la banque insiste sur l'importance du taux de capitalisation à utiliser. Cette démarche tranche avec les pratiques bancaires actuelles.

Mots-clés. immobilier, valorisation, banque, XIX^e siècle

Abstract. How to Determine Real Estate Value? The Efficiency of Crédit Foncier de France Methods in the 19th Century. Founded in 1852, the Crédit foncier de France granted loans for half the value of a property provided as collateral. Like any financial broker, the Foncier sought to reduce asymmetric information between the lender and the borrower. Using the archives of the first loan files, this article demonstrates that the bank implemented an efficient method for assessing the value of properties and farming businesses. This process combined valuation using multiples of similar assets and a discounted cash flow analysis; the bank stressed the importance of the capitalization rate used. This approach differs greatly from contemporary banking practices.

Keywords. real estate, valuation, bank, 19th century

* Université de Toulouse, Toulouse Business School, 20 bd Lascrosses, 31068 Toulouse.
E-mail : d.le-bris@tbs-education.fr

Donner une valeur à un actif est une question aussi ancienne que la finance. Pourtant, l'histoire des méthodes de valorisation reste largement à écrire. Goetzmann montre que dès 1202, le *Liber Abaci* rédigé à Pise par Fibonacci expose en détail le calcul de la valeur actuelle de flux futurs¹. Les techniques financières sont donc disponibles depuis longtemps. Mais il est difficile de savoir qu'elles ont été les applications pratiques de ces connaissances théoriques. Il faut dire que ces applications sont délicates à identifier avant l'apparition d'entreprises suffisamment structurées pour formaliser des procédures et laisser des traces. Le présent article met en lumière les méthodes efficaces mises en œuvre par la première grande banque française, le Crédit foncier de France (CFF), pour donner une valeur à un actif immobilier ou à une entreprise agricole. Le Foncier effectue une double estimation par multiples de biens comparables récemment vendus et par actualisation des flux futurs avant d'accorder un prêt.

Dans un marché financier parfait, l'offre et la demande de ressources financières se rencontreraient spontanément. Mais la présence d'asymétrie d'information justifie l'existence d'intermédiaires. Jusqu'au milieu du XIX^e siècle, l'intermédiation était assurée par un notaire mettant en relation prêteur et emprunteur puis rédigeant le contrat de prêt. Le notaire est un excellent intermédiaire car, professionnel de l'enregistrement des contrats, il limite les coûts de rédaction. De plus, enregistrant de multiples ventes, il génère de l'information informelle capable de réduire l'asymétrie existant entre prêteur et emprunteur sur la valeur du bien hypothéqué². Mais, pour l'épargnant, cette forme de placement par un prêt via notaire a deux défauts. Elle n'est pas liquide car l'épargnant ne peut dénouer son engagement avant le terme du contrat de prêt. Et le risque n'est pas diversifié car il repose sur un unique emprunteur.

Créé en 1852, le Crédit foncier répond à ces deux défauts. Il invente le métier consistant à prêter aux particuliers en contrepartie d'une hypothèque en émettant des obligations pour se financer. Ainsi, l'épargnant, plutôt que d'accorder un prêt, achète les obligations de la banque qui sont cotées en bourse (et donc cessibles) et il répartit le risque sur une multitude d'emprunteurs plutôt que sur un seul. Le décret à l'origine du Crédit foncier prévoit que le prêt ne peut dépasser la moitié de la valeur du bien apporté en hypothèque

1. W. GOETZMANN, 2005.

2. P.T. HOFFMAN *et al.*, 1998.

par l'emprunteur. Cette règle fait de la valorisation du bien immobilier est une question centrale dès l'origine de cet établissement³.

La faiblesse de ce système est que le Foncier ne dispose pas, *a priori*, d'information sur la valeur du bien hypothéqué. Le bénéfice de la diversification disparaîtrait si le risque individuel de chaque prêt augmente en prêtant au-delà de la moitié de la valeur réelle. Pour profiter de la diversification, sans prendre des risques individuels plus élevés, le Foncier doit donc développer un outil pour générer de l'information fiable sur la valeur du bien hypothéqué par l'emprunteur. Cet outil doit pouvoir rivaliser avec l'information informelle que possède le notaire sur la valeur des biens afin de réduire aussi bien que lui l'asymétrie d'information.

Une méthode de valorisation apparaît distinctement avec la création du Crédit foncier car c'est la première banque à vocation nationale, ce qui implique des règles de fonctionnement explicites du fait que les dirigeants ne peuvent appréhender l'ensemble de l'activité de l'établissement. C'est aussi la première banque française sous forme d'entreprise managériale à l'actionnariat dispersé qui vise le grand public⁴. Seules existaient auparavant des banques privées familiales, de taille réduite, dont les dirigeants étaient aussi les actionnaires, ce qui réduisait le besoin de formalisation.

Le formidable succès rencontré par la banque atteste de l'efficacité de ses méthodes. Les immeubles dits haussmanniens en sont des témoins de pierre car la plupart ont été financés, plus ou moins directement, par le Foncier⁵. Le succès économique du Foncier est tel qu'il constitue, à la fin du siècle, un groupe bancaire majeur. Ses pratiques sont suffisamment attractives pour que son modèle s'exporte dans de nombreux pays avec la Société hypothécaire des États-Unis, le Crédit foncier d'Autriche ou la Banque hypothécaire d'Espagne⁶.

En mettant principalement à profit les dossiers d'attribution de prêts qui ont été conservés, cet article explore la manière dont le Foncier évalue les biens immobiliers. L'exposé des méthodes du XIX^e siècle permet d'éclairer les débats théoriques ainsi que la réflexion des praticiens d'aujourd'hui. Le

3. Sur l'histoire du Crédit foncier de France, voir la thèse de J.-P. ALLINE, 1984, et l'ouvrage de commande de A. RAIMBAULT & H. HEUGAS-DARASPEN, 1994 ; et sur son rôle dans le système financier de la fin du XIX^e siècle, M. LESCURE, 2013.

4. Créée en 1802, la Banque de France est aussi une société par actions tout comme le Crédit industriel et commercial et le Crédit mobilier qui apparaissent à la même époque que le Foncier, mais ces banques ne s'adressent pas au grand public.

5. M. LESCURE, 1980.

6. J.-B. JOSSEAU, 1885 [1853].

prochain chapitre expose les sources et les méthodes utilisées. Le suivant explique la problématique à laquelle le Foncier est confronté et sa manière d'y répondre. La troisième section détaille les méthodes employées pour estimer la valeur d'un bien.

1. Méthodes et sources

Cet article s'inscrit dans un large mouvement qui voit les sciences de gestion s'emparer des données et méthodes historiques. Ce champ de recherche apporte aux gestionnaires de nouveaux éléments de compréhension des pratiques contemporaines⁷. Les études en histoire de la gestion se caractérisent par une grande diversité⁸. Plusieurs travaux récents mettent en valeur les banques comme source d'innovations en termes de gestion⁹. Pezet et Sponem identifient l'invention du « tableau de bord » au Crédit lyonnais fin XIX^e après avoir revisité le mythe d'une création par des ingénieurs¹⁰. Le Crédit lyonnais s'est aussi précocement doté d'un service moderne d'études économiques et financières préfigurant parfois les agences de notation¹¹. Pour faire face à l'augmentation des flux d'informations à enregistrer, les banques introduisent la mécanisation dès les années 1920¹². Les techniques de valorisation du Crédit foncier au milieu du XIX^e siècle constituent alors une nouvelle illustration des innovations du secteur bancaire.

Cette étude exploite les archives du Crédit foncier de France (462 mètres linéaires) conservées depuis 2003 aux Archives nationales du monde du travail, à Roubaix, mais dont la consultation reste soumise à l'autorisation de la banque. Une seule catégorie d'archive est mobilisée pour cet article : les dossiers « emprunteurs¹³ ». Les dossiers des emprunteurs contenus dans les archives sont très peu nombreux (62) par rapport à l'activité du CFF (118 768 prêts sont accordés entre 1853 et 1900). Ils ne contiennent pas tous les mêmes documents.

7. M.-E. SEIFFERT & E. GODELIER, 2008.

8. Y. LEMARCHAND, 2008.

9. M. BILLINGS & F. CAPIE, 2004.

10. A. PEZET, 2009, et A. PEZET & S. SPONEM, 2009.

11. M. FLANDREAU, 2003.

12. H. BONIN, 2004.

13. Intitulés « prêts individuels » dans les Archives nationales du monde du travail (désormais ANMT) 2001 026 2743 à 2001 026 2753, 2001 026 2756 et 2001 026 2758 à 2001 026 2760.

La totalité de ces dossiers a été étudié mais ils ne peuvent prétendre à une bonne représentativité. En effet, la soixantaine de dossiers conservée ne l'a pas été par hasard. Les dossiers sont parvenus jusqu'à nous soit parce que l'emprunteur était célèbre soit parce que le prêt, bien que souscrit par un anonyme, présentait une singularité. C'est le premier motif qui explique la conservation de la majorité des dossiers, les emprunteurs disposant d'une particule ou d'un titre nobiliaire représentant ainsi 62 % des dossiers conservés. Quelques anonymes se glissent parmi eux pour des raisons particulières, comme par exemple le premier prêt de l'établissement¹⁴. Quelques dossiers semblent également avoir été conservés suite au fonctionnement continu de la banque, certains prêts ayant entraîné des actes jusque dans les années 1970 à cause de litiges avec les héritiers de l'emprunteur. Ce manque de représentativité ne permet donc pas de tirer de statistiques très solides des informations chiffrées contenues dans ces dossiers. Mais ceux-ci fournissent des informations qualitatives sur leur structure même : pièces présentes, formulaires, contenu des formulaires, calculs effectués... Ces éléments, notamment les formulaires imprimés, sont supposés communs à tous les dossiers de l'époque. C'est cette seconde source d'information, qualitative, qui est principalement mise à profit dans cet article afin de reconstituer le cœur névralgique de son activité : les méthodes de valorisation. On postule que les méthodes employées dans les dossiers conservés sont représentatives de l'activité de la banque.

Le point de départ de ce travail est donc un travail d'archives. Les dossiers constitués par la banque lors de la demande de prêts constituent la source principale. Le caractère répétitif des pièces et procédures, d'un dossier à l'autre, permet une vérification croisée afin de dégager les éléments communs et leurs évolutions au cours du temps. Lorsqu'un dossier se distingue plus particulièrement, sa référence est explicitement citée. Ces documents d'archives sont complétés par les sources écrites contemporaines pour reconstituer les méthodes de valorisation des immeubles utilisées par la banque. Ces méthodes sont ensuite mises en perspectives avec la littérature financière actuelle.

2. Des méthodes efficaces pour réduire l'asymétrie d'information

Une banque réduit l'asymétrie informationnelle entre prêteur et emprunteur notamment lorsqu'un immeuble, par nature difficile à évaluer, sert de garantie. Face à cet enjeu, le Foncier adopte des méthodes d'évaluation parfaitement efficaces.

14. ANMT 2001 026 2743, Dossier de M. Chibourg.

Le cœur de métier d'une banque hypothécaire est de valoriser les actifs immobiliers

Toute banque subit une asymétrie d'information par rapport à un emprunteur potentiel qui connaît mieux que quiconque son risque de non remboursement. La gestion de cette asymétrie représente l'essentiel des coûts de transaction justifiant l'existence des intermédiaires¹⁵. L'importance de ces coûts de transaction dissuade l'épargnant de diversifier lui-même ses risques en multipliant des prêts d'un faible montant. Une banque permet de réduire les coûts de transaction grâce à une économie d'échelle : le nombre de contrats est réduit lorsque chaque prêteur contracte avec une banque qui elle-même contracte avec chaque emprunteur au lieu que chaque prêteur s'entende avec chaque emprunteur¹⁶.

Encore faut-il que la banque se fonde sur une information de qualité pour contracter en limitant ses risques, c'est-à-dire, dans le cas du Foncier, qu'elle donne une estimation correcte de la valeur du bien hypothéqué. Hypothéquer un bien constitue déjà un premier signal favorable émis par l'emprunteur afin de réduire cette asymétrie¹⁷. Mais la banque doit surtout parvenir à une estimation fiable de la valeur du bien. Cette technique correspond à ce que Berger et Udell nomment le « *asset-based lending* » lorsqu'ils distinguent les différentes manières de produire de l'information dans une banque¹⁸. Cette information est de nature formelle (*hard information*) et s'oppose à l'information informelle (*soft information*) que peut générer une banque dans le cas d'une relation suivie entre un banquier et son client ou celle que générerait les notaires qui dominaient le marché du crédit depuis plusieurs siècles¹⁹.

De la difficulté de valoriser un actif immobilier

Une évaluation objective de la valeur des biens est nécessaire car les propriétaires ont tendance à surévaluer le leur. Certains dossiers ont conservé la valeur déclarée par l'emprunteur et celle expertisée par la banque : la première est en moyenne 50 % supérieure à celle retenue par l'expert. Cette statistique est fournie malgré la faible représentativité des dossiers évoquée précédemment car l'on peut soupçonner une certaine complaisance de la banque envers des emprunteurs illustres. Malgré le soupçon de complaisance dans les

15. H. LELAND & D. PYLE, 1977.

16. G.J. BENSTON & C.W. SMITH, 1976.

17. D. BESANKO & A.V. THAKOR, 1987.

18. A.N. BERGER & G.F. UDELL, 2006.

19. *Id.*, 2002 ; et, sur les notaires, P.T. HOFFMAN *et al.*, 2001.

dossiers étudiés, la banque estime une valeur en moyenne moitié inférieure à celle annoncée par le client. Seulement trois dossiers conduisent l'expert du Foncier à retenir une valeur supérieure à celle déclarée par l'emprunteur (inférieur à 1 sur la Figure 1). Dans un cas la valeur déclarée par l'emprunteur est quatre fois supérieure à celle retenue par l'expert.

Figure 1. *Décalage de valorisation des biens hypothéqués selon l'emprunteur et l'expert*

Source. ANMT, archives du Crédit foncier de France

Ce décalage illustre le biais des emprunteurs et la difficulté, aujourd'hui comme hier, à donner une valeur à un bien immobilier. Un bien immobilier présente des caractéristiques singulières. Tout d'abord, un immeuble est un bien durable bénéficiant d'une très longue durée de vie économique et même perpétuelle pour la composante « terrain ». Une deuxième caractéristique réside dans l'hétérogénéité des immeubles selon leur surface, leur âge, le confort, la clarté, etc. La troisième caractéristique est le terrain sur lequel est bâti l'immeuble, qui est par nature non-reproductible. Il est d'ailleurs possible de décomposer (et c'est ce que faisait le Foncier) la valeur du sol et celle de la construction qui s'y élève.

Du fait de ces deux dernières caractéristiques (hétérogénéité et emplacement), les biens immobiliers ne sont pas standardisés. L'évaluation d'un immeuble est encore plus délicate que pour des actifs comme les actions ou

les obligations qui, étant standardisés, peuvent faire l'objet de transactions régulières. Dans certains dossiers, le Foncier accorde son prêt à l'occasion d'un achat matérialisant ainsi un prix de transaction mais ce cas n'est pas le cas le plus fréquent et cette transaction peut être réalisée à un prix mal négocié. D'ailleurs, le prix d'achat n'est même pas mentionné dans les dossiers d'expertise. Réaliser une évaluation pertinente de la valeur immobilière a donc été un exercice particulièrement délicat.

Une démarche parfaitement efficace

Dès l'origine le Crédit foncier s'impose le principe d'une double évaluation. Ses statuts précisent explicitement : « l'estimation est faite sur la double base du revenu net et du prix vénal » (art. 70). La première méthode cherche à donner une valeur présente aux flux de revenus futurs. Tandis que la seconde s'intéresse au « stock » en cherchant la valeur de biens comparables récemment vendus. Se combinent donc une évaluation par comparaison dite patrimoniale et une évaluation par les flux dite par les revenus.

Le Crédit foncier met en place ces méthodes car il est l'héritier de longues pratiques et réflexions. Les réflexions théoriques sont riches et diversifiées depuis le ^{xvii}e siècle. Le ^{xix}e siècle constituera un véritable laboratoire dans lequel seront expérimentées des pratiques variées d'organisations économiques²⁰. Le Crédit foncier constitue l'un de ces sujets d'étude et d'expérimentation. Ainsi, la *Revue de législation et de jurisprudence* publie vingt articles consacrés au Crédit foncier entre 1836 et 1852. Les débats de l'époque ont pu s'appuyer sur les échecs de crédits fonciers en France (une Banque territoriale est créée en l'an VII sous l'impulsion du physiocrate Dupont de Nemours et la Caisse hypothécaire du saint-simonien Olinde Rodringues en 1818) et surtout sur les expériences réussies en Europe orientale. En 1846, un rapport de 500 pages commandé par le ministère de l'agriculture et du commerce expose les multiples structures de crédits fonciers allemandes²¹. Ce rapport public est une manifestation précoce de l'implication qui allait être celle de l'État dans le marché immobilier à partir de la seconde moitié du siècle²².

Concernant les pratiques, il semble exister une certaine habitude de donner une valeur à un actif en capitalisant les revenus à 5 % (denier 20 de l'Ancien Régime). Par exemple, dans les contrats de constitution de dot dans la région toulousaine, l'évaluation des biens fonciers est souvent faite

20. J.-C. PERROT, 1992 ; P. FONTAINE & L. MARCO, 1993.

21. C. E. ROYER, 1846.

22. M. LESCURE, 1982.

ainsi depuis le ^{xvii}^e siècle²³. L'actualisation en tant que telle est une pratique observée au sein des entreprises dès les années 1820²⁴. La collecte d'informations sur la valeur des biens immobiliers est également une pratique de longue date. Depuis le Moyen Âge, les villes du sud de la France tiennent des cadastres constitués de pages dédiées à une parcelle particulière (dont la valeur est évaluée) sur laquelle sont retranscrites les ventes successives afin de connaître à tout moment le propriétaire (et contribuable) légitime. Après la Révolution, trois des « quatre vieilles » (patente, contribution foncière et contribution personnelle mobilière) sont basées sur des estimations de valeurs locatives que l'administration effectue. Le Crédit foncier réunit donc des outils conceptuels et pratiques déjà bien établis qu'il emploie de manière méthodique à son profit.

Malgré les développements récents des sciences financières, la méthode de double évaluation employée par le Crédit foncier demeure indépassée. C'est exactement la même démarche qui est aujourd'hui recommandée par la *Charte de l'expertise en évaluation immobilière* publiée en 1998 par un regroupement européen de quatorze associations professionnelles. Les banques d'affaires ont aussi recours à la combinaison de ces deux méthodes. Ainsi, un établissement actuel réalisant des prêts hypothécaires à destination d'investisseurs institutionnels pour des montants supérieurs à 20 millions d'euros utilise exactement la même technique²⁵. À cent cinquante ans d'intervalle, les professionnels et le Crédit foncier ont une approche identique, attendu que les caractéristiques déterminantes d'un immeuble sont intemporelles. Le prochain chapitre expose le détail de la démarche appliqué par la banque.

3. Une évaluation des immeubles par multiples et par revenus

Les dossiers de demande de prêt sont constitués d'imprimés recueillant de nombreux renseignements sur le bien hypothéqué dont le cœur est constitué par un rapport d'évaluation combinant une méthode de multiples et une par les flux.

23. Renseignements fournis par Ronan Tallec, voir R. TALLEC, 2013.

24. M. NIKITIN, 1992.

25. Renseignements fournis par Peter Foldvari, salarié du département Real Estate de Goldman Sachs, à Londres, en juin 2007. Il complète seulement la valorisation par une notion de valeur de transformation (valorisation par comparaison en cas de changement de destination de l'immeuble de bureaux en logement ou inversement).

Des dossiers pré-imprimés

Afin de construire ces estimations, le Foncier édite, dès 1852, un guide de vingt-six pages, « Instructions générales pour la visite et l'estimation des propriétés rurales et urbaines », listant avec un luxe de détails ce que doit contenir un rapport d'estimation²⁶. Pourtant les premiers dossiers témoignent d'une certaine impréparation car les informations fournies sont moins nombreuses que ce que prévoient les « Instructions générales » et sont présentées sur une simple feuille volante²⁷. Ces renseignements sont de deux catégories : la demande de l'emprunteur et les caractéristiques du bien hypothéqué. Il est indiqué l'état civil de l'emprunteur, son adresse, la somme demandée, la durée d'amortissement, le taux et les annuités en découlant. Le second type de renseignements concerne le bien hypothéqué avec son adresse et son origine (actes notariés à l'appui), sa superficie, les revenus, charges et la valeur déclarée ainsi que la copie de la police d'assurance contre l'incendie. La valeur assurée est mise en avant dès les premiers dossiers pour éviter que la garantie de la banque ne parte en fumée.

Dès 1858, les dossiers emprunteurs évoluent nettement, sur la base d'imprimés, comportant plus de renseignements²⁸. Apparaît aussi, comme pièce du dossier, une évaluation de la valeur du bien par un expert dont le nom est mentionné. Ce rapport présente le bien hypothéqué dans le détail avec sa situation, le nombre et la distribution des appartements, le nombre et l'état des constructions et surtout un double tableau d'évaluation (voir extrait ci-dessous). Les charges sont distinctement listées : l'impôt foncier, l'impôt des portes et fenêtres, les prestations consommées, les assurances contre l'incendie, les frais d'entretiens et les réparations prévues. Pour les propriétés rurales productives, c'est en réalité l'entreprise d'exploitation agricole qui est évaluée. La description est encore plus détaillée avec les fermages en argent et en nature, les récoltes prévisionnelles des différentes productions, les faisances et redevances, la production de bois et le cheptel. Les charges agricoles sont également précisément exposées avec notamment la mortalité des bestiaux et le montant d'éventuelles assurances contre la grêle. Cette description exhaustive des revenus et des charges permet d'obtenir le revenu net généré par le bien hypothéqué.

Une formalisation encore plus poussée est observée à partir de 1860²⁹. De nouveaux imprimés apparaissent et restent identiques pour les trente

26. Copie dans J.-B. JOSSEAU, 1885 [1853].

27. ANMT 2001 026 2743, Dossier de M. Chibourg, 13 décembre 1852.

28. ANMT 2001 026 2744, Dossier de M. Frémy, Gouverneur, 2 janvier 1858.

29. ANMT 2001 026 2747, Dossier du Duc d'Albe, 17 décembre 1860.

Figure 2. Imprimé d'évaluation d'un bien immobilier

RENSEIGNEMENTS PARTICULIERS

Immeubles..... 5
Cadastre..... 88,50 (sur des 4 n°s)
Profondeur..... 17,00 (moyenne)
Coutures..... 10
Murs au-dessus du rez-de-chaus. A B C D E
Régime (5)..... R
Revenu cadastral..... 12
Contribution foncière..... 13
Valeur assurée..... 13
Valeur déclarée..... 700 000

Non ci. contre

ESTIMATION

NATURE DES BIENS	D'APRÈS LES PRODUITS							D'APRÈS LA VALEUR DU SOL ET DES CONSTRUCTIONS.														
	Res-de-chausée	Entresol	1 ^{er} étage	2 ^e étage	3 ^e étage	4 ^e étage	5 ^e étage	6 ^e étage	TOTAL des LOCATIONS.	PRIX au mètre superficiel de location.	Superficie du Terrain (6).	Prix au mètre de Terrain.	VALEUR du Terrain.	Superficie de chaque Bâtiment.	PRIX au mètre superficiel de constructions.	VALEUR de chaque Bâtiment						
A	1420		2390	2400	2430	2390	2390	1820	11420		250	280	62400	224	900	20160						
B	3640		2400	2360	2360	2230	2320	2240	16530		134	250	33750	124	800	9920						
C										9.00	130	170	22100	110	750	8250						
D	350		1100	1100	1110	1030	1030		6320	17.00	130	220	28600	120	850	10200						
E		4160		1940	1700	1650	1600	1260	12290		175	280	49000	165	900	14850						
Total du produit brut (2).....										50560	TOTAL						300	246	197850	743	861	6338.
Charges et réductions (7).....										6320	Valeur totale du terrain (2).....						1978					
Revenu net.....										44240	Valeur totale des constructions.....						6338					
Capitalisation (2) à 6 0/0 VALEUR.....										740000	VALEUR du sol et des constructions.....						89165					

RESERVATIONS. — CONCLUSIONS DE L'INSPECTEUR. Les sept sous-propriétaires de ces cinq propriétés ont une valeur totale de 880 000, il n'y a pas lieu d'accuser un mauvais prêt, d'ailleurs, l'Etat a vu et l'élevé à 880 000. Il y a lieu d'observer que la somme de 880 000 est demandée par un prêt hypothécaire de 8 ans.

Paris le 22 Août 1881

Ant. Roret

Source. ANMT, archives du Crédit foncier de France, Dossier Maquaire, 2001 026 2762

années suivantes. Les éléments concernant l'emprunteur ne se modifient pas. En revanche, le dossier s'enrichit d'imprimés concernant « la vie du prêt » (remboursements anticipés, les mainlevées ou translations d'hypothèques ainsi que les éventuels litiges) et de détails supplémentaires sur le bien hypothéqué concernant les précédentes mutations. Le cœur de ces dossiers est le rapport soigné, d'une dizaine de pages, qui estime la valeur du bien en combinant les deux méthodes : évaluation par multiples et par les flux.

Une évaluation par multiples de biens comparables

Une évaluation par comparaison consiste à mesurer les surfaces de terrain et de construction puis à leur donner un prix au mètre carré permettant, par multiplications et additions, d'obtenir une valeur globale. Cette méthode est appelée par la banque « D'après la valeur du sol et des constructions ». Pour donner un prix aux constructions, le Foncier quantifie les bâtiments selon leur nature. La date de construction, la destination et la qualité des bâtiments peuvent varier sur un même terrain ; par exemple, des surfaces d'écurie n'ont pas le même coût de construction qu'un logement. Il est ensuite donné un prix au mètre carré pour les différentes catégories de constructions par comparaison avec des cas connus. Une multiplication des surfaces par le coût de construction au mètre carré donne la valeur des constructions.

La quantité de terrain est plus facilement identifiable (grâce au cadastre) mais c'est sa valeur qui est plus délicate à définir. Le meilleur estimateur de la valeur d'un terrain est la comparaison avec des transactions récentes. Cette comparaison est délicate car, par définition, deux terrains ne peuvent être identiques. Au-delà de l'emplacement, sa forme, sa longueur sur rue, ses possibilités d'accès affectent profondément la valeur moyenne au mètre carré. À l'époque, la valeur des terrains à Paris était plus facile à approcher qu'aujourd'hui grâce au grand nombre de transactions. En effet, l'ampleur des réaménagements et l'absence presque totale de volonté de conservation de l'existant rendaient très nombreuses les transactions portant sur des terrains nus. Rapidement, le Crédit foncier dispose d'informations sur la valeur des terrains parisiens car 59,5 % des montants prêtés concernent le département de la Seine³⁰.

Le Foncier se heurte à une difficulté encore plus grande pour la valorisation d'un emplacement lorsque le bien hypothéqué se trouve en dehors de Paris, car chaque marché immobilier est spécifique³¹. Consciente du

30. F. FRANÇOIS-MARSAL, 1928.

31. G. BÉAUR, 1994, a montré la variété des marchés immobiliers à travers la France de 1770 à 1810.

problème, la banque cherche à le résoudre à travers un imprimé spécifique³². Pour valoriser l'emplacement, la banque le caractérise par différents critères. La plupart de ces critères sont objectifs : population de la localité, dans le cas d'un hameau ou d'un bourg, distance du chef-lieu de canton ou d'arrondissement, distance de la gare la plus proche et importance du quartier. D'autres critères sont plus subjectifs : type de quartier (central, commerçant, bourgeois ou ouvrier) et l'état général de la localité (en progression, en diminution ou stationnaire). Ces renseignements doivent permettre de donner une valeur la plus argumentée possible à un mètre carré de terrain.

Une évaluation par les flux

Cette deuxième approche se concentre sur les revenus nets de l'immeuble qui peuvent être des loyers dans le cas d'un immeuble de logements ou des produits dans le cas d'une propriété agricole. La banque nomme cette méthode « D'après les produits ». Elle repose sur le principe qu'un actif vaut ce qu'il rapporte : le prix d'un actif correspond à la somme de la valeur actuelle des flux futurs qu'il génère. Ces flux sont les revenus nets de charges que peut dégager le bien. Avec ces flux notés $F_1, F_2, \dots, F_n$, la valeur actuelle des flux futurs est donc :

$$P_0 = \frac{F_1}{(1+r)} + \frac{F_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+r)^n}$$

Avant 1914, les flux de loyers générés par un immeuble ou produits par une exploitation agricole sont constants dans le temps. En effet, sous le régime de l'étalon-or qui caractérise cette époque, les prix et notamment les loyers sont très stables. Lorsque des flux constants sont infinis, ce qui est acceptable *a minima* pour la composante terrain d'un immeuble (une parcelle de terrain sur le vieux port de Marseille produit des revenus depuis l'Antiquité), cette équation peut se simplifier. En effet, si n tend vers l'infini, nous obtenons :

$$P_0 = \frac{F_1}{r}$$

La valeur actuelle d'un flux de loyer constant à l'infini est égale au loyer divisé par le taux d'actualisation. C'est la formule utilisée par les experts du Foncier dans leurs imprimés qui parlent donc de taux de capitalisation plutôt que de taux d'actualisation. Les montants des loyers et charges constituent des données objectives lorsque l'immeuble est loué (ou en production pour une propriété agricole). En revanche, pour des biens qui ne font pas l'objet d'une location mais d'une occupation par le propriétaire, le Foncier procède à des

32. ANMT 2001 026 2756, Dossier Frères des Écoles Chrétiennes, Marseille, 24 avril 1878.

estimations. Par comparaison avec des loyers existants sur des biens similaires, il est possible d'estimer les revenus bruts (les loyers) et les charges supportées pour les obtenir. Par soustraction, on obtient le revenu net de l'immeuble.

Aujourd'hui, il est convenu d'utiliser un taux d'actualisation qui correspond à la classe de risque propre au bien produisant ces revenus. Des revenus peu risqués sont actualisés à un taux plus faible que d'autres supportant un risque plus élevé³³. Un taux faible donne une valeur supérieure au bien pour un même montant de loyer net. Ainsi, pour un logement et un entrepôt qui rapportent le même loyer, c'est à travers ce taux que le logement obtient une valeur supérieure ; ce qui est normal car le risque est plus faible, ne serait-ce que pour trouver un locataire. Malheureusement, ce taux n'est pas une donnée observable et il n'existe pas de méthode infaillible de calcul. C'est aujourd'hui la difficulté principale de la valorisation par les flux.

Le Crédit foncier a parfaitement conscience de l'importance de ce taux et surtout de ne pas retenir un chiffre trop faible pour éviter de surestimer la valeur d'un bien. Ainsi, les imprimés de la banque demandent de justifier un taux de capitalisation trop éloigné de 5 %. Dès les « Instructions générales » de 1852, il est demandé de calculer sur les ventes récentes de biens comparables « sur quel taux de produit net elle est établie ». Les taux retenus dans les dossiers conservés sont assez variables, ils s'étalent de 3 à 9 % avec une moyenne de 5,72 % et un écart-type de 1,41 %. Le maximum de 9 % est observé dans le cas d'un immeuble parisien hypothéqué par M^{me} Ledru-Rollin en 1875. Le taux minimal est utilisé dans le cas du prêt au comte de Chambord en 1853, mais aussi pour un anonyme qui hypothèque 29 hectares dans les Côtes-du-Nord en 1859.

Conclusion

Comme tout intermédiaire financier, le rôle fondamental du Crédit foncier est de réduire l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs sur la valeur du bien hypothéqué. À cette fin, il met en place une procédure interne qui vise à produire de l'information sur la valeur des biens hypothéqués. Le cœur de cette procédure est une évaluation des immeubles par un expert appliquant une méthode efficace (évaluations par multiples de comparables et par les revenus) à l'aide d'imprimés. Le Foncier se concentre sur l'immeuble et délaisse les informations sur l'emprunteur. Il n'est jamais précisé l'objet

33. L. BONNEVAL & F. ROBERT, 2010, proposent une mesure originale de la performance de l'immobilier lyonnais sur le long terme.

du prêt (investissement ou consommation) et des renseignements qui peuvent paraître importants sur l'emprunteur ne sont pas demandés. Ainsi, la profession, les revenus ou l'existence d'une autre dette ne sont jamais précisés.

Inversement, le mode de distribution actuel des prêts immobiliers se concentre sur l'emprunteur et s'intéresse peu au bien hypothéqué. En général, les banques accordent aujourd'hui leurs prêts immobiliers sans chercher à valoriser le bien mais simplement en étudiant les risques de défaillance de l'emprunteur. Le dossier classique d'une demande de prêt immobilier ne comporte aucun renseignement sur la valeur locative ou le prix de biens similaires mais toute une série d'informations sur le mode de vie de l'emprunteur. Ces renseignements sur l'emprunteur sont compilés afin de fournir une note unique (*scoring*).

Ce basculement de l'immeuble vers l'emprunteur est cohérent avec le développement généralisé du salariat depuis l'après-guerre en France. Les banques ont adapté leurs méthodes aux modifications du contexte. Le salarié dispose d'une relative sécurité dans ses revenus futurs, sécurité presque totale pour plusieurs millions de fonctionnaires, lui permettant d'assumer les échéances d'amortissement d'un prêt immobilier. De plus, la saisie par une banque d'une résidence principale est aujourd'hui particulièrement délicate et lorsqu'elle est possible, le processus est long et coûteux. Les banques se sont donc adaptées en privilégiant l'étude des revenus (généralement des salaires) qui est la plus simple et la plus pertinente de nos jours.

Aujourd'hui, l'étude d'une demande de prêt immobilier consiste à définir les revenus et les dépenses afin de connaître la capacité de remboursement. Le critère principal, si ce n'est unique, pour attribuer un prêt immobilier est de supporter des charges de remboursement (intérêts et amortissement) inférieures à 30 % des revenus. Par ailleurs, une assurance-crédit est systématiquement demandée afin de garantir la banque en cas de disparition des revenus qu'elle qu'en soit la cause, décès, chômage ou incapacité³⁴. La focalisation sur l'emprunteur et ses revenus trouve ses limites dans le cas des investissements locatifs, c'est vrai pour les professionnels mais aussi pour les particuliers-investisseurs. Le changement n'est donc pas total. Dans certains pays, la pratique actuelle semble plus proche du principe originel du prêt hypothécaire. Aux États-Unis, la crise dite des *subprimes* a mis en lumière cette focalisation sur l'immeuble mais aussi de mauvaises règles de

34. Il est à noter qu'aujourd'hui le montant des prêts dépasse fréquemment 50 % de la valeur de l'immeuble. En moyenne, l'endettement était de 81,1 % du montant de l'opération (prix d'achat de l'immeuble + frais) en 2010 (BANQUE DE FRANCE, 2011).

gestion des risques, étant donné que les banques sont devenues propriétaires de biens immobiliers dont la valeur marchande était parfois inférieure au montant du prêt³⁵.

La pratique des banques actuelles s'est donc éloignée de ce que faisait le Crédit foncier. Mais sur le plan conceptuel, la démarche d'évaluation adoptée au milieu du XIX^e siècle apparaît indépassée. Aujourd'hui aussi, l'évaluation d'un immeuble passe par des multiples sur des transactions comparables et/ou l'actualisation des revenus futurs avec une attention particulière sur le taux utilisé. À l'heure où les banques cherchent à se réinventer, les méthodes développées par le Foncier au XIX^e siècle offrent donc de précieux enseignements.

Bibliographie

- ALLINNE, Jean-Pierre, *Banquiers et bâtisseurs. Un siècle de Crédit foncier, 1852-1940*, Éd. du CNRS, Paris, 1983.
- BANQUE DE FRANCE, AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL, « Synthèse de l'enquête sur le financement de l'habitat en 2010 », *Analyses et synthèses*, 3, 2011.
- BEAUR, Gérard, *L'immobilier et la Révolution. Marché de la pierre et mutations urbaine, 1770-1810*, Paris, Armand Colin, 1994.
- BENSTON, Georges J. & SMITH, Clifford W., « A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 31, n° 1, 1976, p. 215-231.
- BERGER, Allen N. & UDELL, Gregory F. « Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure », *Economic Journal*, vol. 112, n° 477, 2002, p. 32-53.
- , « A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n° 11, 2006, p. 2945-2966.
- BESANKO, David & THAKOR, Anjan V., « Competitive equilibrium in the credit market under asymmetric information », *Journal of Economic Theory*, vol. 42, n° 1, 1987, p. 167-182.
- BILLINGS, Mark & CAPIE, Forrest, « The Development of Management Accounting in UK Clearing Banks, 1920-1970 », *Accounting, Business and Financial History*, vol. 14, n° 3, 2004, p. 317-338.
- BONIN, Hubert, « The Development of Accounting Machine in French Banks from the 1920s to the 1960s », *Accounting, Business and Financial History*, 14-3, 2004, p. 257-276.
- BONNEVAL, Loïc & ROBERT, François, « Mesurer la rentabilité du placement immobilier. Le cas de l'immeuble de rapport à Lyon (1890-1968) », *Histoire & Mesure*, XXV-1, 2010, p. 127-163.
- FLANDREAU, Marc, « Le Service des Études financières sous Henri Germain (1871-1905): une macroéconomie d'acteurs », in Bernard DESJARDINS, Michel LESCURE, Roger NOUGARET, Alain PLESSIS & André STRAUS (dir.), *Le Crédit lyonnais (1863-1986). Études historiques*, Genève, Droz, 2003, p. 271-301.

35. M. POON, 2009.

- FONTAINE Philippe & MARCO, Luc, « La gestion d'entreprise dans la pensée économique française aux XVIII^e et XIX^e siècles », *Revue d'économie politique*, vol. 103-104, 1993, p. 579-598.
- FRANÇOIS-MARSAL, Frédéric, *Encyclopédie de banque et de bourse*, Paris, Créte, 1928.
- GOETZMANN, William N., « Fibonacci and the Financial Revolution », in William GOETZMANN & Geert ROUWENHORST (dir.), *The Origins of Value : The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2005, p. 123-144.
- HOFFMAN, Philip T., POSTEL-VINAY, Gilles & ROSENTHAL, Jean-Laurent, « What do Notaries do ? Overcoming Asymmetric Information in Financial Market. The Case of Paris, 1751 », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, n° 3, 1998, p. 499-530.
- , *Des marchés sans prix*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2001.
- JOSSEAU, Jean-Baptiste, *Traité du Crédit foncier*, Paris, Cosse, 1885 [1853].
- LELAND, Hayne & PYLE, David, « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, 32, n° 2, 1977, p. 371-387.
- LEMARCHAND, Yannick, « Les JHCM 1995-2008. Rétrospective et perspectives », *Revue française de gestion*, n°s 188-189, 2008, p. 31-52.
- LESCURE, Michel, *Les sociétés immobilières en France au XIX^e siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 1980.
- , *Les banques, l'État et le marché immobilier, 1820-1940*, Paris, Éditions de l'EHESS, 1982.
- , « Système financier et crise immobilière : l'exemple de la France à la fin du XIX^e siècle », *Revue d'économie financière*, 2013, n° 110, p. 169-188.
- NIKITIN, Marc, *La naissance de la comptabilité industrielle en France*, thèse de doctorat, université Paris Dauphine, 1992.
- PERROT, Jean-Claude, *Une histoire intellectuelle de l'économie politique, XVII^e-XVIII^e siècle*, Paris, Éditions de l'EHESS, 1992.
- PEZET, Anne, « The history of the French *tableau de bord* (1885-1975) : evidence from the archives », *Accounting, Business and Financial History*, vol. 19, n° 2, 2009, p. 103-125.
- PEZET, Anne & SPONEM, Samuel, « Did the French *tableau de bord* appear in banks ? The case of the Crédit Lyonnais 1870-1890 », *Journées d'histoire de la comptabilité et du management*, université Paris 11, 2009. URL : <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00463725>.
- POON, Martha, « From New Deal Institutions to Capital Markets : Commercial Consumer Risk Scores and the Making of Subprime Mortgage Finance », *Accounting Organization and Society*, 34(5), 2009, p. 654-674.
- RAIMBAULT, Aline & HEUGAS-DARRASPEN, Henri (dir.), *Crédit foncier de France. Itinéraire d'une institution*, Paris, Éd. du Regard, 1994.
- ROYER, Charles Édouard, *Des institutions de Crédit foncier en Allemagne et en Belgique*, Paris, de Dusacq, 1846.
- SEIFFERT, Marc-Daniel & GODELIER, Éric, « Histoire et gestion : vingt ans après », *Revue française de gestion*, n°s 188-189, 2008, p. 17-30.
- TALLEC, Ronan, *Structures foncières et mutations sociales. Recherches sur le consulat et le marché foncier de Montesquieu-Volvestre entre le milieu du XVII^e siècle et la Révolution*, thèse de doctorat, université Paris 1, 2013.