

S P É C I M E N

Extrait de rapport d'expertise

Ensemble immobilier à usage d'activités grevé d'un bail à construction

Évaluation séparée du droit du bailleur et du droit du preneur

Date de valeur : 30 juin 2026

Bases retenues : valeur vénale, hypothèse de continuité d'exploitation

Référentiels : Charte de l'expertise en évaluation immobilière, TEGoVA EVS, RICS Red Book

CABINET DES QUINCONCES

Jean-François Vincent — expert indépendant, certifié TEGoVA REV et REVresi

30 cours du Maréchal Foch, 33000 Bordeaux

Avertissement

Ce document est un spécimen. Le bien, les parties, les dates, les surfaces, les loyers et les valeurs qui y figurent sont fictifs et ont été construits pour la seule démonstration de la méthode. Aucun dossier réel n'a été utilisé, ni sous forme nominative, ni sous forme anonymisée.

Il ne constitue ni une expertise, ni un avis de valeur, ni un conseil, et ne peut être produit ni opposé dans aucune procédure. Seul un rapport établi après visite, collecte des pièces et analyse du marché à une date de valeur déterminée engage le cabinet.

L'extrait reproduit quatre parties du rapport complet : les diligences, l'analyse du bail, l'évaluation de chacun des deux droits et le recoupement des résultats. Les parties descriptives, l'analyse de marché et les annexes ne sont pas reprises.

Note de lecture

Le spécimen est destiné à être lu par des non-spécialistes de l'actualisation : conseils, notaires, dirigeants, magistrats. Les calculs y sont donc exposés et non résumés. Chaque coefficient employé est accompagné de sa formule renseignée, de sorte que le lecteur puisse refaire l'opération, et chaque résultat est suivi d'un commentaire signalé par la mention

Lecture. énoncé en français, qui traduit le chiffre en une phrase et indique ce qu'il faut en retenir. Ces commentaires ne font pas partie du raisonnement : ils l'expliquent. Dans un rapport destiné à un professionnel de l'évaluation, ils peuvent être retirés sans rien changer aux valeurs.

Un encadré placé en tête de la section 7 expose les deux familles de coefficients employées et les repères qui permettent d'en contrôler l'emploi. Un lecteur pressé peut s'y reporter directement.

Sommaire du rapport complet

Les sections reproduites dans le présent extrait sont signalées en dernière colonne.

Section	Extrait
1. Mission, parties et destinataires	
2. Bases d'évaluation et référentiels	
3. Diligences accomplies et limites	reproduit
4. Description du bien et situation urbanistique	
5. Analyse du bail à construction	reproduit
6. Analyse du marché et des références	
7. Méthodes retenues et méthodes écartées	reproduit
8. Évaluation du droit du bailleur	reproduit
9. Évaluation du droit du preneur	reproduit
10. Recoupement et conclusions de valeur	reproduit
11. Mentions, réserves et déclaration d'indépendance	reproduit
12. Annexes : pièces, références, photographies	

3. Diligences accomplies et limites

L'expert a procédé aux diligences suivantes :

- Visite du site le 12 juin 2026, en présence du gestionnaire, avec accès à l'ensemble des locaux loués et aux parties communes.
- Examen de l'acte notarié de bail à construction du 1er juillet 2010 et de ses deux avenants.
- Examen des quatre baux commerciaux consentis par le preneur, de leurs avenants et du dernier état locatif arrêté au 31 mars 2026.
- Relevé des indices ICC applicables depuis l'origine et vérification de la redevance appelée.
- Consultation du plan local d'urbanisme, de l'état des risques et des bases de mutations disponibles sur le secteur.

Limites expressément portées à la connaissance du destinataire

- L'expert n'est ni géomètre, ni diagnostiqueur, ni bureau d'études : les surfaces retenues sont celles des actes, aucune vérification structurelle n'a été conduite.
- Aucune investigation de sol n'a été réalisée. L'évaluation retient l'hypothèse d'un site exempt de pollution ; cette hypothèse est déterminante et doit être vérifiée.
- L'état hypothécaire n'ayant pas été produit, la valeur est établie hors inscriptions éventuelles grevant le droit réel du preneur.
- Aucune vérification fiscale n'a été conduite. Les conséquences fiscales de la cession de l'un ou l'autre des droits relèvent du conseil du client.

Lecture. Ces limites ne sont pas des clauses de style. La première conditionne les surfaces, donc les loyers de marché ; la deuxième conditionne la valeur du terrain nu, qui constitue l'assise du droit du bailleur ; la troisième porte sur des inscriptions qui, si elles existaient, viendraient en déduction du prix de cession du droit du preneur et non de sa valeur. Un destinataire averti lit cette section avant les conclusions.

5. Analyse du bail à construction

Le bail à construction est régi par les articles L. 251-1 et suivants du code de la construction et de l'habitation. Il confère au preneur un droit réel immobilier, cessible et susceptible d'hypothèque, à charge pour lui d'édifier des constructions sur le terrain du bailleur et de les conserver en bon état pendant toute la durée du bail.

Cette qualification commande l'ensemble de l'évaluation : il n'existe pas un bien à évaluer, mais deux droits distincts, séparément cessibles, portant sur le même ensemble immobilier et s'éteignant à la même date.

Caractéristiques de la convention

Élément	Stipulation
Date de l'acte	1er juillet 2010, notarié et publié
Durée	40 ans, échéance 30 juin 2050
Durée résiduelle à la date de valeur	24 ans
Terrain	8 500 m ² , zone d'activités
Constructions édifiées par le preneur	3 200 m ² SDP, livrées en 2012
Redevance annuelle d'origine	42 000 € HT, payable d'avance
Indexation	ICC, révision annuelle
Sort des constructions au terme	Accession au bailleur sans indemnité
Obligation de remise en état	Aucune stipulation contraire
Sous-location	Autorisée ; quatre baux commerciaux en cours

Points déterminants pour l'évaluation

- L'accession sans indemnité au terme constitue l'essentiel de l'espérance du bailleur, au-delà du flux de redevances. Une stipulation d'indemnité aurait inversé la répartition de valeur entre les deux droits.
- L'absence d'obligation de remise en état écarte la charge de démolition qui, dans d'autres conventions, vient en déduction du droit du preneur en fin de bail.
- Le droit du preneur s'éteint au terme sans valeur résiduelle. Toute actualisation de ses flux doit donc retenir une valeur terminale nulle : c'est la différence structurelle avec un immeuble détenu en pleine propriété.
- L'indexation de la redevance sur l'ICC justifie un raisonnement en euros constants et l'emploi de taux réels, sous peine d'actualiser des flux nominaux par des taux qui ne le sont pas.

Lecture. Ces quatre stipulations, et non la valeur du bâtiment, déterminent la répartition de la valeur entre les deux parties. Deux ensembles immobiliers rigoureusement identiques, grevés de baux dont les clauses de sortie diffèrent, donnent deux répartitions différentes. C'est pourquoi l'analyse du bail précède l'évaluation et ne peut jamais en être détachée.

Convention d'encaissement retenue

La redevance est stipulée payable d'avance. Les flux du présent rapport sont néanmoins actualisés à terme échu, par convention de calcul uniforme, appliquée indistinctement à la redevance, aux loyers commerciaux et à la valeur recouvrée au terme.

Cette convention est énoncée plutôt que laissée implicite, car son effet est mesurable. Appliqué à terme à échoir, le facteur d'annuité de la redevance passerait de 14,4955 à 15,1483, soit une majoration de 4,5 % correspondant exactement à l'avance d'une année sur chaque encaissement ; la valeur actuelle des redevances passerait de 609 000 € à 636 000 €.

La correction n'est pas propre à la redevance : les loyers commerciaux perçus par le preneur sont eux aussi encaissés d'avance et appelleraient le même traitement. Appliquée à un seul flux, elle fausserait la comparaison entre les deux droits ; appliquée à tous, elle majore chaque terme d'un facteur voisin sans modifier l'économie du dossier. La convention de terme échu, uniforme et signalée, est donc retenue.

EXEMPLE

7. Méthodes retenues et méthodes écartées

Lecture des coefficients employés dans le présent rapport

Le rapport emploie deux familles de coefficients, qu'il importe de ne pas confondre.

Le facteur d'actualisation ramène à la date de valeur un flux unique et lointain. Il vaut $1 / (1 + t)^n$. Pour un flux à vingt-quatre ans au taux réel de 6,50 %, il ressort à $1 / 1,065^{24}$, soit $1 / 4,533 = 0,2206$: un euro recouvré en 2050 vaut vingt-deux centimes à la date de valeur.

Le facteur d'annuité ramène à la date de valeur une série de flux périodiques. Il n'est rien d'autre que la somme des n facteurs d'actualisation successifs, dont $(1 - (1 + t)^{-n}) / t$ est la forme abrégée. Pour vingt-quatre annuités au taux réel de 4,50 %, cette somme ressort à 14,4955 : les vingt-quatre redevances valent aujourd'hui l'équivalent de 14,5 d'entre elles.

Trois repères permettent au destinataire de contrôler l'emploi de ces coefficients :

- Le facteur d'annuité a un plafond. Une série perpétuelle au taux t vaudrait $1 / t$, soit 22,22 au taux de 4,50 %. Un facteur supérieur à cette borne signale une erreur de calcul.
- Son inverse est un taux de capitalisation. $1 / 14,4955 = 6,90$ % : actualiser vingt-quatre annuités à 4,50 % équivaut à capitaliser la redevance à 6,90 % en rendement immédiat.
- Les deux familles ne se substituent pas. La redevance, série de flux, relève du facteur d'annuité ; l'accession, flux unique, du facteur d'actualisation. C'est la raison pour laquelle 14,4955 et 0,2206 figurent dans le même rapport sans contradiction.

Les flux sont actualisés à terme échu, en euros constants, conformément à la convention énoncée en section 5.

Méthodes écartées

La comparaison directe est praticable sur l'ensemble immobilier considéré libre de toute occupation, et elle a été conduite à ce titre pour établir une valeur de référence en pleine propriété. Elle ne peut en revanche fonder à elle seule la valeur de l'un ou l'autre des deux droits : les mutations de tréfonds grevés et de droits réels de preneur sont rares, peu publiées et hétérogènes quant à la durée résiduelle, qui est précisément la variable déterminante. La comparaison est donc retenue en amont, comme donnée d'entrée, et non comme méthode de conclusion.

Le barème de l'article 669 du code général des impôts a été écarté. Il est propre à l'usufruit et à la nue-propriété, il procède par tranches d'âge de l'usufruitier et il est sans rapport avec la durée résiduelle d'un droit réel conventionnel. Son emploi, fréquemment constaté, conduit à des écarts considérables et n'est opposable ni au juge ni à l'administration hors de son champ.

La méthode par le coût de reconstruction a été écartée : elle mesure une dépense, non une valeur d'échange, et ne rend compte d'aucune des deux positions contractuelles.

Lecture. *Le barème de l'article 669 est le piège le plus fréquent de ce type de dossier, parce qu'il est commode et qu'il produit un chiffre. Mais il répond à une autre question : quelle part de la pleine propriété revient à un usufruitier d'un âge donné. Ici, aucune des deux positions n'est un usufruit, aucune ne dépend d'un âge, et le terme est une date certaine. Le seul instrument adapté à une durée certaine est l'actualisation.*

Méthodes retenues

Chacun des deux droits est évalué par actualisation des flux qui lui reviennent, sur la durée résiduelle de vingt-quatre ans, en euros constants.

- Droit du bailleur : valeur actuelle des redevances à percevoir, augmentée de la valeur actuelle des constructions et du terrain recouverts au terme par accession.
- Droit du preneur : valeur actuelle du revenu net d'exploitation qu'il conserve après paiement de la redevance, avec valeur terminale nulle.

Les taux d'actualisation sont différenciés selon la nature du flux. La redevance est une créance contractuelle sûre, garantie par le droit de résiliation du bailleur. L'accession est un actif lointain, dont l'état et l'utilité au terme sont incertains. Le revenu d'exploitation supporte le risque locatif, la vacance et l'obsolescence. Retenir un taux unique pour ces trois flux reviendrait à nier ce que l'on prétend mesurer.

Tableau synoptique des flux et des coefficients

Flux	Nature	Taux réel	Coefficient	Section
Redevance perçue par le bailleur	24 annuités	4,50 %	Annuité 14,4955	8.1
Accession au terme	Flux unique	6,50 %	Actualisation 0,2206	8.2
Revenu net d'exploitation	24 annuités	7,50 %	Annuité 10,9830	9.2
Redevance due par le preneur	24 annuités	5,50 %	Annuité 13,1517	9.2

Lecture. Ce tableau se lit comme la clé du rapport. Quatre flux, quatre niveaux de risque, quatre coefficients. La redevance y figure deux fois, à deux taux différents, parce qu'elle n'a pas la même qualité pour celui qui la perçoit et pour celui qui la doit. Cette dissymétrie est assumée : elle est reprise et chiffrée en section 10.

7 bis. Note de méthode : cadre monétaire et construction des taux

Cette note expose le cadre dans lequel les quatre taux du rapport ont été arrêtés. Elle est destinée à permettre au destinataire de les discuter, ce qui suppose d'abord qu'il sache ce qu'ils mesurent.

Le cadre en euros constants

La redevance étant indexée sur l'ICC et les loyers commerciaux sur les indices locatifs, l'ensemble des flux est exprimé en euros constants de la date de valeur et actualisé par des taux réels. Aucune hypothèse d'inflation n'est donc introduite dans les flux : elle serait neutralisée au dénominateur.

Ce choix impose une vigilance permanente, car la plupart des références publiées — rendement des OAT nominales, taux de capitalisation observés, barèmes professionnels — sont exprimées en euros courants. La correspondance entre les deux registres s'établit par la relation $(1 + n) = (1 + r) \times (1 + i)$, où i désigne l'inflation de long terme, retenue ici à 2,00 % par an :

Flux	Taux réel retenu	Équivalent nominal
Redevance perçue par le bailleur	4,50 %	6,6 %
Redevance due par le preneur	5,50 %	7,6 %
Accession au terme	6,50 %	8,6 %
Revenu net d'exploitation	7,50 %	9,7 %

Lecture. Un taux réel de 7,50 % n'est pas un taux modeste : il correspond à près de 9,7 % en euros courants. Confronter directement un taux réel à une référence de marché nominale, ou l'inverse, est l'erreur la plus fréquente dans ce type de dossier, et elle se chiffre en centaines de milliers d'euros sur vingt-quatre ans.

Construction des taux

Chaque taux est construit par addition de composantes, selon la méthode dite build-up. La progression d'un taux à l'autre traduit la hiérarchie des risques exposée en section 7, et non un ajustement de convenance :

Composante, en points de taux réel	Redevance perçue	Redevance due	Accession	Revenu net
Taux réel sans risque, horizon 24 ans	1,85	1,85	1,85	1,85
Contrepartie et signature	0,90	1,90	—	—
Marché immobilier	1,75	1,75	1,75	1,75
État et utilité du bien au terme	—	—	2,90	—
Risque locatif et obsolescence	—	—	—	3,90
Taux retenu	4,50 %	5,50 %	6,50 %	7,50 %

Le taux sans risque réel est établi par référence au rendement des emprunts d'État indexés à long terme, majoré d'un allongement de durée pour un horizon de vingt-quatre ans. La composante de contrepartie est plus élevée du côté du preneur que du côté du bailleur : pour le premier, la redevance est une charge due quoi qu'il advienne de son exploitation ; pour le second, c'est une créance que la faculté de résiliation protège.

Aucune composante d'illiquidité ne figure dans ces taux. La difficulté de revendre le droit est traitée séparément, par la décote appliquée en section 8.3, conformément au principe rappelé en section 10 : le taux rémunère le risque du flux, la décote rémunère l'étroitesse du marché. Les faire figurer aux deux endroits reviendrait à compter deux fois la même chose.

Recouplement du taux du revenu net

Le taux de 7,50 % réel, qui porte l'essentiel de la valeur du droit du preneur, se contrôle par la méthode du rendement, laquelle pose que le taux d'actualisation est égal au taux de rendement net augmenté du taux de croissance à long terme :

Poste	Valeur
Taux de rendement net immédiat, section 10	8,00 %
Croissance nominale de long terme	+ 2,00 %
Taux d'actualisation nominal reconstitué	10,00 %
Équivalent réel	7,84 %
Taux réel retenu	7,50 %

Lecture. L'écart est de 0,34 point, soit environ 50 000 € sur le droit du preneur, dans le sens qui lui est favorable. Deux méthodes indépendantes convergeant à un tiers de point près sur un horizon de vingt-quatre ans, le taux peut être tenu pour établi. C'est ce recouplement, et non l'autorité de l'expert, qui fonde le chiffre.

Le sens de l'effet du taux s'inverse selon l'exercice

Un point mérite d'être signalé, parce qu'il est contre-intuitif et qu'il conduit à des contresens lorsque le même intervenant traite successivement les deux exercices.

- Lorsqu'il s'agit de fixer la redevance initiale, à la conclusion du bail, une baisse du taux d'actualisation valorise l'apport futur du preneur, réduit d'autant l'apport net du bailleur, et donc la redevance.
- Lorsqu'il s'agit d'évaluer les droits en cours de bail, comme ici, une baisse du taux produit l'effet inverse : elle accroît la valeur actuelle des redevances à percevoir et de l'accession, donc la valeur du droit du bailleur.

Le même paramètre, appliqué au même contrat, joue dans deux directions opposées selon la question posée. Les tables de sensibilité des sections 8.3 et 9.3 en donnent la mesure pour le présent exercice.

Portée de la présente note

Les taux demeurent des paramètres d'appréciation. La décomposition ci-dessus expose le raisonnement qui a conduit à les retenir ; elle ne le transforme pas en résultat de calcul. Un expert placé devant le même dossier pourrait retenir des composantes différentes, et les fourchettes de valeur des sections 8.3 et 9.3 sont précisément là pour borner l'effet de ces divergences.

8. Évaluation du droit du bailleur

Le bailleur conserve la propriété du terrain, perçoit la redevance jusqu'au terme et recouvre alors la pleine disposition de l'ensemble, constructions comprises. Sa position se décompose en deux flux de nature très différente, auxquels correspondent deux coefficients de nature différente.

8.1 Valeur actuelle des redevances

La redevance appelée au titre de l'exercice en cours ressort à 42 000 € HT en euros constants de la date de valeur. Elle est actualisée sur vingt-quatre ans au taux réel de 4,50 %, construit selon la décomposition exposée en section 7 bis : taux réel sans risque à long terme, majoré d'une prime de contrepartie que la faculté de résiliation limite, et d'une prime de marché immobilier, le flux demeurant tributaire de l'économie d'un actif immobilier. C'est le plus bas des quatre taux du rapport, et le seul qui ne comporte aucune prime de risque locatif.

Poste	Coefficient	Montant
Redevance annuelle, euros constants		42 000 €
Nombre d'annuités restant à courir	24	
Taux réel retenu	4,50 %	
Facteur d'annuité : $(1 - 1,045^{-24}) / 0,045$	14,4955	
Valeur actuelle des redevances : 42 000 € × 14,4955		609 000 €

Lecture. Le bailleur percevra 1 008 000 € en cumul non actualisé, soit vingt-quatre fois 42 000 €. Ramenée à la date de valeur, cette perception vaut 609 000 €, soit 60 % du cumul. Le résultat se vérifie simplement : un capital de 609 000 € placé au taux réel de 4,50 %, dont on retirerait 42 000 € chaque année, serait exactement épuisé au terme des vingt-quatre ans. Les deux positions sont donc financièrement équivalentes, et c'est tout ce qu'affirme le coefficient.

La décomposition par périodes de cinq ans fait apparaître le mécanisme, et prépare la question de la durée résiduelle traitée en section 9 :

Période	Redevances appelées	Valeur actuelle	Part conservée
Années 1 à 5	210 000 €	184 000 €	88 %
Années 6 à 10	210 000 €	148 000 €	70 %
Années 11 à 15	210 000 €	119 000 €	57 %
Années 16 à 20	210 000 €	95 000 €	45 %
Années 21 à 24	168 000 €	63 000 €	37 %
Total	1 008 000 €	609 000 €	60 %

Lecture. Les cinq premières années pèsent trois fois plus que les quatre dernières. C'est la raison pour laquelle le tréfonds d'un bail proche de son terme se négocie mal : l'acquéreur achète une espérance dont la partie la mieux rémunérée a déjà été consommée par le vendeur.

8.2 Valeur actuelle de l'accession

Au 30 juin 2050, le bailleur recouvre un ensemble dont les constructions auront trente-huit ans. La valeur de l'ensemble à cette échéance est estimée en euros constants à 1 250 000 €, soit un retrait d'environ un tiers par rapport à sa valeur actuelle libre, au titre de la vétusté et de l'obsolescence fonctionnelle prévisible du bâti d'activité. S'agissant d'un flux unique, c'est un facteur d'actualisation qui s'applique, et non un facteur d'annuité.

Le taux réel retenu, 6,50 %, est supérieur au précédent : l'état du bien au terme, le niveau de la demande à cette date et la durée de relocation constituent des aléas que le flux de redevances ne comporte pas.

Poste	Coefficient	Montant
Valeur de l'ensemble au terme, euros constants		1 250 000 €
Nombre d'années	24	
Taux réel retenu	6,50 %	
Coefficient de capitalisation : $1,065^{24}$	4,533	
Facteur d'actualisation : $1 / 4,533$	0,2206	
Valeur actuelle de l'accession : 1 250 000 € / 4,533		276 000 €

Lecture. Un euro recouvré en 2050 vaut vingt-deux centimes à la date de valeur. L'espérance d'accession, considérable en valeur faciale, ne pèse dans le droit du bailleur qu'à hauteur de 276 000 €, soit moins d'un tiers de sa position. C'est le flux de redevances, et non l'accession, qui porte l'essentiel de la valeur du tréfonds à vingt-quatre ans du terme. Le rapport s'inverserait à l'approche de l'échéance.

8.3 Sensibilité et conclusion

L'écart entre les bornes ci-dessous, de l'ordre de 14 %, mesure la part d'appréciation qui subsiste après application de la méthode. Elle doit être portée à la connaissance du destinataire plutôt que dissimulée derrière un chiffre unique.

Hypothèse	Redevances	Accession	Avant décote	Après décote
Basse : 5,00 % et 7,00 %	580 000 €	246 000 €	826 000 €	743 000 €
Retenue : 4,50 % et 6,50 %	609 000 €	276 000 €	885 000 €	796 000 €
Haute : 4,00 % et 6,00 %	640 000 €	309 000 €	949 000 €	854 000 €

Une décote d'illiquidité de 10 % est appliquée aux trois hypothèses. Le marché des tréfonds grevés d'un bail de longue durée est étroit : l'acquéreur achète un flux et une espérance différée de vingt-quatre ans, sans jouissance ni maîtrise du bien. Cette décote est un ajustement de marché, distinct du taux d'actualisation, qui rémunère le risque du flux et non la difficulté de revente du droit. C'est la raison pour laquelle elle vient après le calcul et non dans le taux.

Lecture. Un demi-point de taux déplace la valeur d'environ 60 000 €, soit 7 %. Le destinataire doit retenir que la valeur d'un tréfonds n'est pas un point mais un intervalle, et que le choix du taux y pèse davantage que l'estimation du bâtiment au terme.

Valeur du droit du bailleur au 30 juin 2026 : 796 000 €, arrondie à 800 000 €.

9. Évaluation du droit du preneur

Le preneur détient un droit réel de jouissance et d'exploitation qui s'éteint le 30 juin 2050. Il perçoit les loyers des quatre baux commerciaux, supporte les charges non récupérables et les grosses réparations, et acquitte la redevance. C'est ce solde, et lui seul, qui constitue l'assiette de son droit.

9.1 Revenu net reconstitué

Poste	Base	Montant annuel
Loyers des quatre baux commerciaux		196 000 €
Vacance et risque d'impayés	5 % des loyers	- 9 800 €
Charges non récupérables et gestion	8 % des loyers	- 15 680 €
Provision pour grosses réparations	article 606	- 12 000 €
Revenu net avant redevance		158 520 €

Lecture. La provision de l'article 606 n'est pas une prudence facultative. Le preneur d'un bail à construction supporte les grosses réparations pendant toute la durée du bail sans en retirer aucun bénéfice au terme, puisque les constructions reviennent au bailleur. Omettre cette ligne majorerait son droit de près de 130 000 € en valeur actuelle.

9.2 Actualisation

Deux séries de flux sont en présence, de qualité différente. Le revenu net d'exploitation supporte le risque locatif, la vacance et l'obsolescence : il est actualisé au taux réel de 7,50 %, qui reflète le risque d'un actif d'activité en seconde couronne. La redevance due au bailleur est traitée séparément, comme une charge fixe contractuelle : elle est actualisée à 5,50 %, taux plus proche du coût d'un engagement certain que du rendement attendu d'une exploitation.

La valeur terminale est nulle : au terme, le droit s'éteint et les constructions reviennent au bailleur sans indemnité. C'est la différence structurelle avec un immeuble détenu en pleine propriété.

Poste	Coefficient	Montant
Revenu net avant redevance		158 520 €
Facteur d'annuité : $(1 - 1,075^{-24}) / 0,075$	10,9830	
Valeur actuelle du revenu net		1 741 000 €
Redevance annuelle		42 000 €
Facteur d'annuité : $(1 - 1,055^{-24}) / 0,055$	13,1517	
Valeur actuelle de la redevance		- 552 000 €
Valeur terminale		0 €
Droit du preneur		1 189 000 €

Lecture. Le revenu net cumulé sur vingt-quatre ans s'élève à 3 804 000 € et conserve 46 % de ce montant après actualisation ; la redevance cumulée s'élève à 1 008 000 € et en conserve 55 %. L'écart entre ces deux taux de conservation est précisément l'effet de la différenciation des taux : une charge sûre s'érode moins vite qu'un revenu risqué.

L'enjeu de cette différenciation mérite d'être chiffré plutôt qu'affirmé :

Traitement de la redevance	Charge actualisée	Droit du preneur
Au taux du revenu, 7,50 % — écarté	461 000 €	1 280 000 €
Au taux d'un engagement certain, 5,50 % — retenu	552 000 €	1 189 000 €

Actualiser une charge sûre au taux d'un revenu risqué minorerait son poids de 91 000 € et majorerait d'autant le droit du preneur, soit une surévaluation de 7,6 %.

9.3 Sensibilité et conclusion

La sensibilité au taux d'actualisation du revenu net est la suivante, la redevance demeurant actualisée à 5,50 % :

Taux d'actualisation du revenu net	Revenu actualisé	Droit du preneur
8,00 %	1 669 000 €	1 117 000 €
7,50 % — retenu	1 741 000 €	1 189 000 €
7,00 %	1 818 000 €	1 266 000 €

La durée résiduelle est toutefois plus déterminante que le taux. Le tableau ci-dessous reprend le calcul à paramètres inchangés, en faisant seulement varier le nombre d'années restant à courir :

Durée résiduelle	Revenu actualisé	Redevance actualisée	Droit du preneur
24 ans — retenue	1 741 000 €	- 552 000 €	1 189 000 €
20 ans	1 616 000 €	- 502 000 €	1 114 000 €
15 ans	1 399 000 €	- 422 000 €	978 000 €
10 ans	1 088 000 €	- 317 000 €	772 000 €
5 ans	641 000 €	- 179 000 €	462 000 €

Lecture. La décroissance n'est pas linéaire, et elle est plus lente que l'intuition ne le suggère : à dix ans du terme, le droit conserve encore les deux tiers de sa valeur actuelle ; il ne tombe au tiers qu'aux environs de quatre années résiduelles. Rapportée au même actif, la valeur du droit varie ainsi de 1 189 000 € à 462 000 € par le seul effet du temps qui reste à courir. C'est la raison pour laquelle une valeur de droit de preneur ne se transpose jamais d'un dossier à un autre, fût-il en apparence comparable.

Valeur du droit du preneur au 30 juin 2026 : 1 189 000 €, arrondie à 1 190 000 €.

10. Recouplement et conclusions de valeur

L'ensemble immobilier considéré libre de toute occupation a été évalué à 1 980 000 € par capitalisation du revenu net au taux de 8,00 %. Ce résultat ne peut toutefois servir de terme de comparaison : il repose sur un horizon perpétuel, quand les deux droits s'éteignent en 2050. La valeur de référence est donc reconstituée sur le même horizon et avec les mêmes taux que les deux droits :

Poste	Taux	Montant
Revenu net d'exploitation, 24 annuités	7,50 %	1 741 000 €
Valeur de l'ensemble au terme, 1 250 000 € actualisés	6,50 %	276 000 €
Ensemble en pleine propriété, même horizon		2 017 000 €

Lecture. Comparer la somme des deux droits à une valeur établie en perpétuité serait une faute de méthode : on opposerait un actif sans terme à deux droits qui s'éteignent. La valeur de référence est donc rebâtie ligne à ligne à partir des mêmes flux et des mêmes taux, de sorte que l'écart constaté ne puisse provenir que du démembrement lui-même.

Le recouplement s'opère alors en deux temps, et c'est cette décomposition qui est instructive.

Premier temps : avant décote

Poste	Montant
Droit du bailleur, avant décote d'illiquidité	885 000 €
Droit du preneur	1 189 000 €
Somme des deux droits	2 074 000 €
Ensemble en pleine propriété, même horizon	2 017 000 €
Écart	+ 57 000 €

Cet écart, positif, n'est pas un gain : il est rigoureusement égal à la différence entre la redevance actualisée à 4,50 % du côté du bailleur, soit 609 000 €, et la même redevance actualisée à 5,50 % du côté du preneur, soit 552 000 €. Un flux unique, compté en recette d'un côté et en charge de l'autre, ne peut pas s'annuler dès lors qu'il est actualisé à deux taux différents.

La différenciation demeure justifiée : la redevance n'a pas la même qualité pour celui qui la perçoit, muni de la faculté de résiliation, et pour celui qui la doit, tenu quoi qu'il advienne de son exploitation. Mais l'écart qu'elle produit doit être identifié comme tel et non laissé dans le résultat, faute de quoi il serait imputé à tort au démembrement.

Second temps : après décote

Poste	Montant
Somme des deux droits avant décote	2 074 000 €
Décote d'illiquidité sur le seul droit du bailleur, 10 %	- 89 000 €

Poste	Montant
Somme des deux droits	1 985 000 €
Ensemble en pleine propriété, même horizon	2 017 000 €
Écart	– 32 000 €, soit 1,6 %

L'écart final n'est pas une erreur de calcul : il est la mesure de ce que coûte le démembrement, une fois neutralisé l'effet de la différenciation des taux. Deux positions contractuelles rigides, chacune dépourvue de la maîtrise du bien et négociable sur un marché plus étroit, ne se revendent pas ensemble au prix d'un actif unique et libre. La conclusion doit exposer cet écart et non le résorber par ajustement, comme il est parfois fait.

Lecture. *Le destinataire retiendra que le démembrement détruit de la valeur, et que cette destruction est ici mesurée et non postulée. Elle est portée par la décote d'illiquidité du tréfonds, 89 000 €, dont l'écart de taux sur la redevance masque les deux tiers si l'on s'en tient au solde net.*

Il en résulte deux conséquences pratiques, qui relèvent de l'information due au destinataire et non de l'évaluation :

- Une cession simultanée des deux droits au même acquéreur, opérant réunion sur une même tête, permettrait de retrouver une partie de cet écart. C'est l'hypothèse la plus favorable aux deux parties, et elle suppose une négociation conjointe.
- Une cession isolée du seul tréfonds s'opérerait vraisemblablement dans le bas de la fourchette, l'acquéreur d'un tel droit étant, sur ce marché, en position de le faire valoir.

La valeur de remembrement

L'écart constaté ci-dessus n'est pas une singularité du présent dossier : il porte un nom, il fait l'objet d'un débat de méthode établi, et le destinataire doit savoir de quel côté de ce débat le rapport se situe.

La doctrine administrative pose en postulat l'additivité des deux droits — la valeur pleine du bien est égale à la somme des droits du bailleur et des droits du preneur — et en déduit le second par différence entre la première et le premier. Ce postulat présente l'avantage de la simplicité et l'inconvénient de rendre l'écart invisible : il est annulé par construction, avant d'avoir pu être mesuré.

Une partie des experts du secteur privé retient la position inverse, qui est celle du présent rapport : chacun des deux droits est évalué pour lui-même, à partir des flux qui lui reviennent, et l'écart avec la valeur en pleine propriété est constaté. Cet écart, qui mesure ce que la réunion des deux droits sur une même tête restituerait, est désigné selon les auteurs comme valeur de mariage, valeur de synergie ou valeur de remembrement.

L'usage professionnel le situe dans une limite de l'ordre de 10 % des droits calculés, et l'attribue à la partie défavorisée par la rupture anticipée : celle qui, en cédant, permet à l'autre de reconstituer la pleine propriété.

Hypothèse de sortie	Partie défavorisée
Le preneur acquiert le droit du bailleur	Le bailleur
Le bailleur recouvre le bien par anticipation	Le preneur
Cession simultanée à un tiers unique	Aucune, l'écart est partagé

La décote d'illiquidité de 10 % appliquée au seul droit du bailleur en section 8.3 procède de la même logique et du même ordre de grandeur. Dans l'hypothèse la plus probable pour ce dossier — une cession isolée du

tréfonds — c'est le bailleur qui subit l'étroitesse du marché, et c'est donc à son droit que l'ajustement s'applique. Le rapport est ainsi aligné sur la pratique quant au taux et à la partie concernée ; il en diverge quant à la présentation, en exposant l'écart au lieu de le résorber.

Lecture. La conséquence pratique est la suivante : la valeur de remembrement n'est acquise à personne. Elle n'existe qu'au moment où les deux droits se réunissent, et elle se négocie. Un acquéreur qui rachèterait successivement les deux droits aux valeurs conclues ci-dessus paierait 1 985 000 € pour un ensemble qui, réuni sur sa tête, en vaut 2 017 000 € : l'écart de 32 000 € lui reste. C'est précisément ce que la partie cédante doit savoir avant d'entrer en négociation.

Conclusions de valeur

Droit évalué	Valeur retenue	Fourchette
Droit du bailleur	800 000 €	745 000 à 855 000 €
Droit du preneur	1 190 000 €	1 117 000 à 1 266 000 €

11. Mentions et déclaration d'indépendance

L'expert déclare n'avoir aucun intérêt, direct ou indirect, dans le bien évalué ni dans les parties. Ses honoraires sont forfaitaires et indépendants des valeurs conclues. Il n'exerce aucune activité de transaction sur le bien objet du rapport et ne détient aucun mandat s'y rapportant.

Les valeurs sont exprimées hors droits et hors taxes, à la date de valeur indiquée, sur la foi des pièces communiquées et des hypothèses expressément énoncées. Elles cesseraient d'être fondées si l'une de ces hypothèses venait à être démentie, notamment celle de l'absence de pollution du sol.

Le rapport est établi pour le seul usage de son destinataire et pour la finalité indiquée en tête. Sa communication à un tiers, sa reproduction partielle ou son emploi à une autre fin ne sauraient engager l'expert.

Document spécimen — données fictives — ne peut être produit dans aucune procédure.