

Position–recommandation AMF n°2010-18
Présentation des éléments d'évaluation et des risques du patrimoine immobilier des sociétés cotées

Textes de référence : règlement européen n°809/2004 du 29 avril 2004, articles 212-7 et 212-13 du règlement général de l'AMF

Depuis la fin des années 1990 et l'explosion de la précédente bulle immobilière, les sociétés foncières, en France et dans les pays de l'Union européenne, recourent systématiquement aux experts en évaluation immobilière pour évaluer le principal actif de leur bilan, les immeubles de placement. Ces expertises sont effectuées à un rythme annuel, sinon semestriel. Cette pratique est encouragée par un foisonnement de textes hétérogènes et en premier lieu le référentiel IFRS, des chartes d'expertises, des recommandations de pratiques ou des codes de déontologie.

Compte tenu de la croissance de la capitalisation du secteur des foncières sur la place de Paris depuis l'adoption, en janvier 2003, du régime SIIC, ainsi que de l'importance relative des immeubles en tant que classe d'actifs au sein du bilan des sociétés cotées, le statut de l'expertise immobilière est devenu crucial.

Il est donc apparu nécessaire à l'Autorité des marchés financiers de se pencher sur les pratiques en matière de publication d'informations issues des expertises et de les harmoniser **en vue d'améliorer l'information relative aux évaluations immobilières et aux risques immobiliers fournie lors de la prochaine campagne de documents de référence.**

Cette position – recommandation de l'AMF s'inscrit en cohérence avec les recommandations de l'ESMA¹ pour les sociétés immobilières, le code de déontologie des SIIC, le rapport Barthes de Ruyter et la charte de l'expertise en évaluation immobilière.

SOMMAIRE

1.	Récapitulatif des positions et recommandations par thème.....	2
1.1.	Sur les expertises en évaluation immobilière.....	2
1.2.	Sur la synthèse de l'expertise par l'émetteur	2
1.3.	Sur la description du patrimoine	3
1.4.	Sur les facteurs de risques	3
2.	Rappel des textes de référence relatifs aux expertises en évaluation immobilière et à l'information financière.....	3
2.1.	Textes internationaux relatifs aux expertises en évaluation immobilière	4
2.2.	Textes français en matière d'expertises relatives aux actifs immobiliers des sociétés cotées..	4
2.3.	Textes internationaux et français relatifs à l'information financière et aux comptes.....	4
3.	Précisions sur l'information à fournir par les sociétés foncières dans leur prospectus, leur document de référence.....	5
3.1.	Insertion du rapport d'expertise dans le prospectus et le document de référence	5
3.2.	Éléments de l'expertise utilisés pour la synthèse.....	7
4.	Cadre de référence pour la description des risques liés au marché immobilier	9
4.1.	Chiffrer l'impact des risques liés au marché de l'immobilier et à la valorisation du patrimoine immobilier.....	10
4.2.	Chiffrer l'impact des risques immobiliers sur la situation financière et risque de liquidité	11
5.	Annexe : échantillon retenu par l'AMF	12

¹ ESMA 2013/319 – 20 mars 2013

1. Récapitulatif des positions et recommandations par thème

1.1. Sur les expertises en évaluation immobilière

Recommandations :

- Lorsque la mission d'expertise a donné lieu à un « rapport détaillé », l'AMF recommande, et ce conformément aux recommandations de l'ESMA « Sociétés immobilières » [paragraphe 128], que le « rapport condensé » soit inséré sous la forme du « rapport résumé » défini par la Charte dans leur document de référence en plus de la synthèse qu'elles ont réalisée elles-mêmes en application du code de déontologie des SIIC
- Lorsque la mission d'expertise a consisté en une « certification intermédiaire », les éléments sont synthétisés par la société qui prend la responsabilité de la retranscription des « détails pertinents » au sens de l'ESMA dans le document de référence.
- Il est recommandé que le « rapport condensé » figure ou soit référencé dans le document de référence comme le prévoit le chapitre 23 « Informations provenant de tiers, déclarations d'experts et déclarations d'intérêts » de l'Annexe I du règlement européen Prospectus.
- L'AMF recommande l'usage du code de déontologie des SIIC et notamment la périodicité la synthèse qu'elles ont réalisée elles-mêmes en application du code de déontologie des SIIC et notamment la périodicité semestrielle des expertises.
- L'AMF recommande que les informations synthétisées sur son patrimoine par l'émetteur figurent ou soient référencés dans le document de référence comme le prévoit le chapitre 6 « Aperçu des activités » de l'Annexe I du règlement européen Prospectus.

1.2. Sur la synthèse de l'expertise par l'émetteur

Recommandations :

- L'AMF recommande, d'une part, pour la description de la mission d'expertise que le paragraphe relatif au contexte de l'évaluation décrive la qualité des experts ainsi que le principe de rotation des experts retenu et appliqué par l'émetteur.
- L'AMF recommande, d'autre part, que le contexte de détermination des hypothèses de valorisation soit décrit dans la synthèse de l'émetteur. Dans certains cas particuliers, lorsque la société foncière a fait la demande à l'expert évaluateur de réaliser des tests de sensibilité, les résultats de ceux-ci peuvent être présentés par la société foncière. Quand la multiplicité d'experts a nécessité d'harmoniser les approches, la méthode pour y parvenir doit être décrite.
- Dans un objectif de comparabilité des méthodes de valorisation du patrimoine, il est recommandé aux sociétés foncières d'utiliser et de décrire les définitions précises des taux de rendement et des taux de capitalisation conformément à la Charte et leur mode de détermination.
- L'AMF recommande également que les sociétés distinguent par classe d'actif, dans leur communication, le taux de rendement du patrimoine « occupé » de celui des locaux vacants et éviter ainsi d'éventuels biais de comparaison sectorielle des taux de rendement. A défaut, la société explique les corrections apportées par les experts pour prendre en compte le rendement futur des locaux vacants. La définition du taux d'occupation doit être donnée.
- En complément, il est recommandé par l'AMF aux émetteurs de donner par classe d'actifs les hypothèses chiffrées retenues par les experts pour procéder aux évaluations des actifs immobiliers.

1.3. Sur la description du patrimoine

Recommandations :

- L'AMF recommande que les informations synthétisées sur son patrimoine par l'émetteur figurent ou soient référencées dans le document de référence comme le prévoit le chapitre 6 « Aperçu des activités » de l'Annexe 1 du règlement européen Prospectus.
- Il est recommandé de définir les modalités retenues pour indexer les loyers ou les faire varier.
- L'AMF recommande également que les foncières communiquent sur la maturité moyenne des baux par classe d'actif et illustrent l'impact de cette maturité sur les expertises.

1.4. Sur les facteurs de risques

Recommandations :

- Au chapitre 4 « Facteurs de risques de l'Annexe I du règlement européen Prospectus », il est recommandé de fournir une information sur l'impact d'une éventuelle évolution du marché locatif sur le niveau d'activité du groupe, ses résultats, la valeur des actifs et sa politique d'investissement et de développement.
- L'AMF recommande que les sociétés ayant opté pour la méthode à la juste valeur rappellent au chapitre des risques, que la valeur du patrimoine immobilier est sensible à une variation à la hausse ou à la baisse des principales hypothèses pertinentes retenues par les experts (taux de rendement, valeur locative, taux d'occupation) décrites dans la synthèse ou dans le rapport résumé et que ces variations ont un impact sur le résultat de la société.
- Au titre du risque de liquidité, l'AMF rappelle sa position-recommandation AMF n°2009-16, aux termes de laquelle tous les émetteurs devraient fournir une information sur l'existence et la nature des clauses de défaut et d'exigibilité anticipée. Dans ce cadre, si les passifs ne sont assortis d'aucune clause particulière (dont notamment des *covenants*) susceptible d'en modifier significativement les termes, l'AMF recommande que l'émetteur le spécifie explicitement.
- Quand la probabilité d'occurrence des faits générateurs et les impacts possibles sur la situation financière du groupe, notamment en termes de trésorerie, sont significatifs dans un horizon de 12 mois, l'AMF recommande à l'émetteur de fournir une information précise et détaillée relative à ces *covenants*

Positions :

- Les émetteurs doivent aussi donner le niveau des ratios à la clôture ou à défaut, leur appréciation qualitative de la marge restante avant de toucher les *covenants*.
- Au chapitre des risques, sur la réalisation de l'évaluation, les émetteurs doivent préciser la forme (rapport détaillé ou actualisation) des travaux d'expertise, la fréquence à laquelle le portefeuille d'actifs est évalué, et pour quelle méthode ils ont opté pour l'évaluation des actifs (méthode à la juste valeur ou méthode au coût). Dans la mesure où la politique d'évaluation de l'émetteur a influé sur les critères retenus par les experts, l'émetteur le précise. Si une évolution significative des valeurs intervenait entre deux expertises, il doit être précisé que la valorisation des actifs de la société pourrait ne pas être en adéquation avec leur valeur de réalisation.

2. Rappel des textes relatifs aux expertises en évaluation immobilière et à l'information financière

La multiplicité des normes rend difficile la rédaction des informations dans les documents de référence relatives à la valorisation du patrimoine et aux risques immobiliers. Il convient de distinguer les textes applicables aux expertises, de ceux relatifs à l'information financière, et les sources internationales des sources françaises.

2.1. Textes internationaux relatifs aux expertises en évaluation immobilière

Les textes suivants, publiés par deux des plus importantes associations internationales de professionnels des métiers de l'immobilier, sont les plus invoqués par les experts et les sociétés foncières en garantie de bonne pratique d'expertise immobilière :

- *Royal Institution of Chartered Surveyors RED BOOK 2007*;
- *TEGoVA (The European Group of Valuers Association): European Valuation Standards ou Blue Book* (paru en avril 2009).

Les *International Valuation Standards* promus par l'*International Valuation Standards Council*, association de droit américain (dernière édition en 2007) sont moins connus en France.

2.2. Textes français en matière d'expertises relatives aux actifs immobiliers des sociétés cotées

La présente position - recommandation ne reprend pas les textes légaux et réglementaires régissant les expertises requises pour les SCPI et OPCI ou les actifs immobiliers des entreprises régies par le code des mutuelles et des sociétés d'assurance.

- Quoique la profession d'expert immobilier ne soit pas réglementée en France, la pratique même de l'expertise immobilière est encadrée par la **3^e édition de la charte de l'expertise en évaluation immobilière élaborée à l'initiative de l'Institut Français de l'Expertise Immobilière (IFEI)** (la «Charte»). La Charte a pour objectif d'harmoniser ses définitions avec celle des guides TEGOVA et RICS. La présente recommandation s'appuie sur une disposition essentielle de la Charte qui a trait à l'élaboration d'un contrat d'expertise.
- Un groupe de travail sur les expertises immobilières mises en œuvre par les sociétés cotées, réuni par la **Commission des opérations de bourse sous la présidence de M. Barthès de Ruyter** avait produit, en février 2000, un rapport sur l'évaluation du patrimoine immobilier des sociétés faisant APE (le « rapport Barthès de Ruyter »). Le rapport Barthès de Ruyter s'était inspiré de la Charte dans sa version de 1998 et en avait fait un document de référence pour toute mission d'expertise. Le groupe de travail avait déjà pris acte de la nouvelle caractéristique de volatilité des actifs immobiliers avec la décrue de la bulle immobilière des années 1986-1990. Son objectif était, entre autres, d'établir une définition précise et homogène des méthodes acceptables d'évaluation d'immeubles et des valeurs à retenir. Il visait également à rappeler les principes de déontologie, ainsi qu'à contribuer à l'amélioration de la présentation des rapports d'expertise et de l'information financière des sociétés cotées. Compte tenu du souci de protection de l'actionnaire individuel, les recommandations faites aux experts sont plus exigeantes dans le rapport Barthes de Ruyter que dans la Charte.
- **Le code de déontologie des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) (le « code de déontologie des SIIC ») publié en juillet 2008 par la Fédération des sociétés immobilières et foncières après consultation de l'AMF**, requiert, pour les actifs situés en France, de suivre les recommandations du rapport Barthès de Ruyter et de la Charte. En ce qui concerne les actifs hors de France, le code de déontologie des SIIC recommande de se référer aux référentiels internationaux cités ci-dessus.

Les différentes chartes et le rapport Barthès de Ruyter s'appliquent à tous les experts évaluateurs intervenant dans les sociétés cotées ou organismes de placement.

2.3. Textes internationaux et français relatifs à l'information financière et aux comptes

- L'information comptable est régie par :
 - la **norme IAS 40 relative aux immeubles de placement du référentiel IAS/IFRS**, qui requiert de renseigner les annexes aux comptes, notamment des principales hypothèses retenues pour procéder aux évaluations d'actifs immobiliers², ce qui suppose d'extraire des informations d'expertises immobilières pour l'arrêté annuel et la clôture semestrielle ; et

² Selon la norme IAS 40§75 d) sur les méthodes d'expertise.

- la norme IAS 1 sur les tests de sensibilité à réaliser sur ces hypothèses³.
- **L'European Public Real Estate Association publie régulièrement des Best Practices Recommendations (« EPRA BPR »)** dont la dernière version date de juillet 2009. Cette association s'applique à définir le format d'information comptable et financière globale permettant la comparaison internationale à partir des IFRS et promeut le format d'expertise immobilière défini par l'*International Valuation Standards Council*. Les sociétés y font peu référence.
- En France, l'information financière est encadrée par :
 - les **recommandations du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières en vue d'une application cohérente du règlement de la Commission européenne sur les Prospectus n° 809/2004 publiées en janvier 2005 (« recommandations ESMA »)** et
 - le **code de déontologie des SIIC**.

3. Précisions sur l'information à fournir par les sociétés foncières dans leur prospectus, leur document de référence

L'analyse par l'AMF des documents de référence déposés par un échantillon de sociétés foncières⁴ révèle que les émetteurs ont tous recours à des experts indépendants et tous, sauf un, ont fourni des informations relatives aux expertises immobilières : 31 sociétés ont réalisé elles-mêmes une synthèse des expertises, 4 sociétés ont également inséré l'attestation des experts ou les synthèses des rapports d'évaluation ; 2 émetteurs ont intégré les rapports complets d'évaluation des experts sans effectuer de synthèse.

19 émetteurs sur 32 ont précisé les normes d'expertise immobilière sur lesquelles se sont fondés les experts.

3.1. Insertion du rapport d'expertise dans le prospectus et le document de référence

Tant la Charte que le rapport Barthès de Ruyter rappellent que les immeubles doivent faire l'objet d'une mission d'expertise tous les 5 ans, définie notamment pour les entreprises qu'il concerne, par le code des assurances, ainsi que d'une mission d'actualisation au moins une fois par an.

La pratique montre que les émetteurs effectuent systématiquement une synthèse des éléments de valorisation en vue de l'information financière du marché, mais n'insèrent pas de rapport d'expertise. Or, le rapport d'expertise est requis par les recommandations ESMA. Le code de déontologie des SIIC énonce certains des éléments à reprendre dans la synthèse. La forme du rapport d'expertise est dictée par la Charte.

La présente position - recommandation vise à rappeler les responsabilités respectives de l'émetteur et de l'expert en la matière au regard de ces textes.

³ Conformément à la norme IAS 1§129 sur les tests de sensibilité.

⁴ Dont la composition est disponible en annexe.

3.1.1 L'insertion d'un rapport d'évaluation par un expert indépendant dans leurs publications par les sociétés cotées est prévue par les recommandations ESMA

En application des recommandations ESMA - III Informations non financières – 1. Emetteurs spécialistes - 1a paragraphe 128 s. « sociétés immobilières » d'application de l'article 23.1 du règlement européen Prospectus et de son considérant 22, la société devrait insérer un rapport d'évaluation. Le rapport peut être un « rapport condensé ». Le contenu en est précisé dans le paragraphe 130.

Selon le paragraphe 130, «ce rapport d'évaluation :

- (i) est préparé par un expert indépendant ;
- (ii) indique la ou les dates auxquelles le bien a été inspecté ;
- (iii) pour les biens importants, **fournit tous les « détails pertinents » qui sont nécessaires aux fins de l'évaluation** ;
- (iv) est daté et indique la date où l'évaluation de chaque bien a été effectuée, cette date ne devant pas remonter à plus d'un an avant la date de la publication du prospectus sous réserve que l'émetteur affirme dans le prospectus qu'aucun changement important ne s'est produit depuis la date de l'évaluation ;
- (v) inclut un résumé indiquant séparément le nombre de biens détenus en pleine propriété et à bail ainsi que leur évaluation totale (les valeurs négatives sont indiquées séparément et ne doivent pas être cumulées avec les autres évaluations ; la valeur totale des biens évalués selon des modalités différentes est indiquée séparément ;
- (vi) et, le cas échéant, explique les différences entre le montant de l'évaluation et la valeur indiquée dans les derniers comptes annuels, sociaux ou consolidés, publiés par l'émetteur. »

Recommandation :

Au titre des expertises immobilières, il est recommandé que le « rapport condensé » figure ou soit référencé dans le document de référence comme le prévoit le chapitre 23 « Informations provenant de tiers, déclarations d'experts et déclarations d'intérêts » de l'Annexe I du règlement européen Prospectus.

3.1.2 Sur la forme des éléments de l'expertise immobilière à publier dans le document de référence

3.1.2.1 *Publication contractuelle d'éléments du rapport d'expertise*

Les relations contractuelles entre l'expert et l'émetteur sont définies par le contrat d'expertise, conformément à la Charte, qui décrit notamment les conditions d'exécution de la mission.

Le contrat comprend usuellement une « clause de confidentialité », portant sur les éléments transmis et une « clause de publication ». Celle-ci stipule en général que l'expertise ne peut faire l'objet de publication morcelée et qu'aucune donnée ne peut en être utilisée sans l'accord écrit des deux parties.

3.1.2.2 *La Charte indique que le rapport fourni par l'expert doit répondre à un double objectif de précision et de transparence quelles que soient les catégories d'intervention*

La Charte requiert que le rapport d'expertise reprenne les informations suivantes :

- (i) L'étendue et les limites des missions demandées à l'expert ;
- (ii) Le type d'intervention requis (labellisation des différentes catégories de missions) ;
- (iii) Une harmonisation de la formulation des questions posées et l'énoncé précis des hypothèses de travail ;
- (iv) Une standardisation de la présentation des conclusions émises par les experts.

3.1.2.3 *La Charte indique que l'expertise immobilière peut être exprimée dans trois formats : le rapport détaillé, le rapport résumé ou le certificat d'expertise.*

- (i) Le rapport d'expertise détaillé implique la visite de l'immeuble par un expert, si possible dans son intégralité. Le rapport comprendra la mission, les clauses de non publication et d'utilisation, la situation géographique, la description du bien, l'appréciation qualitative, l'évaluation, les conclusions et les annexes.
- (ii) Dans le **rapport d'expertise résumé**, les prestations et diligences effectuées par l'expert sont en principe identiques à celles mentionnées dans le rapport détaillé. C'est seulement la présentation des conclusions qui change, celles-ci étant exprimées de façon synthétique et plus succincte.
- (iii) Le certificat d'expertise est une forme de rapport d'expertise résumé généralement appliquée pour des expertises répétitives ou portant sur de nombreux immeubles. Il se caractérise par une présentation synoptique et standardisée de l'expertise immobilière.

3.1.2.4 *Les travaux effectués dans le cadre d'une mission d'actualisation d'une expertise détaillée antérieure (ou « certification intermédiaire » au sens de la Charte) sont définis par le rapport Barthès de Ruyter et la Charte.*

Recommandations :

- **Lorsque la mission d'expertise a donné lieu à un « rapport détaillé », l'AMF recommande, en application du paragraphe 128 des recommandations ESMA « Sociétés immobilières », que le « rapport condensé » au sens de l'ESMA soit inséré sous la forme du « rapport résumé » défini par la Charte dans leur document de référence en plus de la synthèse qu'elles ont réalisée elles-mêmes en application du code de déontologie des SIIC.**
- **Lorsque la mission d'expertise a consisté en une « certification intermédiaire », l'AMF recommande que les éléments soient synthétisés par la société qui prend la responsabilité de la retranscription des « détails pertinents ».**

3.2. Éléments de l'expertise utilisés pour la synthèse

L'émetteur est ainsi responsable tant de la retranscription de l'expertise détaillée ou de la certification intermédiaire (toutes deux « l'expertise ») dans son document de référence que de l'utilisation de ses paramètres dans le cadre de l'information sur sa situation financière. Il n'est pas exigé que ces paramètres soient individualisés par immeuble.

Recommandation :

L'AMF recommande que les informations synthétisées sur son patrimoine par l'émetteur figurent ou soient référencés dans le document de référence comme le prévoit le chapitre 6 « Aperçu des activités » de l'Annexe I du règlement européen Prospectus.

3.2.1 Le code de déontologie des SIIC

Le **code de déontologie des SIIC, publié en juillet 2008**, requiert la publication des éléments issus des expertises dans leur document de référence au Chapitre III - L'expertise des actifs immobiliers, section F – Les informations relatives aux expertises immobilières à communiquer.

« La SIIC doit communiquer dans son document de référence ou à défaut son rapport financier annuel les éléments suivants :

- (i) l'identité des experts ;
- (ii) les principes de répartition des tâches et des rôles respectifs ;
- (iii) l'engagement des experts sur le respect des différents standards français ou internationaux ;
- (iv) **la périodicité des expertises et des visites ;**

- (v) le traitement distinct des immeubles en développement, en redéveloppement ou des réserves foncières, de celui des autres actifs d'investissement classiques, de même que l'immobilier d'exploitation s'il en existe ;
- (vi) le changement de catégorie (immobilier de placement, d'exploitation, immeubles en redéveloppement), et les raisons de ce changement ;
- (vii) **la valeur vénale actée en mains du portefeuille par classe d'actifs**, ainsi que la valeur vénale hors taxes ou hors droits, et hors frais d'acte, en mentionnant comment s'est opéré le passage de la valeur brute à la valeur nette (forfait ou calcul réel), et si ce calcul a été effectué par l'expert ou par la SIIC. »

Quelles que soient les méthodes comptables choisies par les sociétés pour évaluer leurs immeubles de placement, l'analyse de l'échantillon révèle que les émetteurs ont tous recours à des experts indépendants et qu'en grande majorité (70%), ils ont fait appel à leurs experts deux fois par an, pour l'arrêté annuel et lors de la clôture semestrielle.

Recommandation :

L'AMF recommande l'usage du code de déontologie des SIIC et notamment la périodicité semestrielle des expertises.

3.2.2 Recommandations complémentaires

Le lecteur doit être en mesure d'apprécier le résultat des travaux de l'expert et les principaux éléments sous-jacents, au niveau sectoriel le plus fin possible. Le contexte de la mission et les hypothèses retenues par les experts sont les plus importants des « détails pertinents qui sont nécessaires à l'évaluation ».

- (i) Le contrat d'expertise immobilière et le rapport d'expertise immobilière décrivent **la mission et le contexte de l'évaluation**. Ce paragraphe doit permettre de comprendre comment s'opère, entre l'expert et l'émetteur, le choix des méthodes retenues, par nature d'actif immobilier, en fonction du plan d'affaires de l'émetteur et de sa politique de valorisation. L'expert procède à des tests de sensibilité dans le cadre des évaluations sur des éléments tels que les taux de rendement, la valeur locative, les flux calculés.

Recommandations :

- **Sur la mission d'expertise, l'AMF recommande d'une part que le paragraphe relatif au contexte de l'évaluation décrive la qualité de l'expert⁵ ainsi que le principe de rotation des experts retenu et appliqué par l'émetteur.**
- **L'AMF recommande, d'autre part, que le contexte de détermination des hypothèses de valorisation soit décrit dans la synthèse de l'émetteur. Dans certains cas particuliers, lorsque la société foncière a fait la demande à l'expert évaluateur de réaliser des tests de sensibilité, les résultats de ceux-ci peuvent être présentés par la société foncière. Quand la multiplicité d'experts a nécessité d'harmoniser les approches, la méthode pour y parvenir doit être décrite.**

- (ii) Détermination des taux : Parmi les 57% des émetteurs qui fournissent leur taux de capitalisation ou leur taux de rendement, 30% ne donnent pas de définition, 30% indiquent que les taux correspondent à ceux observés sur le marché, et le reste des sociétés précisent les différents paramètres à partir desquels le taux a été fixé par l'expert (surface de vente, concurrence, potentiel locatif, etc.). Seules 3 sociétés détaillent le calcul du taux de rendement et du taux de capitalisation, mais les définitions utilisées sont différentes de celles données par la Charte de l'expertise en évaluation immobilière.

⁵ Selon la norme IAS 40 §75 e) sur la qualité de l'expert.

Recommandations :

- Dans un objectif de comparabilité des méthodes de valorisation du patrimoine, il est recommandé aux sociétés foncières d'utiliser et de décrire les définitions précises des taux de rendement et des taux de capitalisation conformément à la Charte⁶ et leur mode de détermination.
- L'AMF recommande également que les sociétés distinguent par classe d'actif, dans leur communication, le taux de rendement du patrimoine « occupé » de celui des locaux vacants et éviter ainsi d'éventuels biais de comparaison sectorielle des taux de rendement. A défaut, la société explique les corrections apportées par les experts pour prendre en compte le rendement futur des locaux vacants. La définition du taux d'occupation doit être donnée.

(iii) Détermination des cash flows :

Recommandation :

Au titre du patrimoine, l'AMF recommande également que les foncières communiquent, par classe d'actif, sur la maturité moyenne des baux et illustrent l'impact de cette maturité sur les expertises.

(iv) **Information par classe d'actifs** : en ce qui concerne le détail de la valorisation du patrimoine par catégorie d'actifs, toutes les sociétés foncières sauf 6 ont détaillé la répartition sectorielle des actifs immobiliers. Sur ces 6 émetteurs, 3 ont donné une répartition géographique de leur patrimoine.

Recommandation :

En complément, il est recommandé par l'AMF aux émetteurs de donner les hypothèses chiffrées par classe d'actifs retenues par les experts pour procéder aux évaluations des actifs immobiliers.

4. Cadre de référence pour la description des risques liés au marché immobilier

L'Annexe I du règlement européen Prospectus énonce, en son chapitre 4, que l'émetteur informe des facteurs de risques qui lui sont propres ou à son secteur d'activité. Il est de la responsabilité de l'émetteur d'illustrer ces facteurs de risques de données chiffrées en application de la recommandation sur les facteurs de risques figurant dans la position - recommandation AMF n°2009-16.

Il est essentiel que le lecteur comprenne la dynamique des risques du modèle économique des foncières. Il est proposé d'insister sur les risques mettant en relation les déterminants du marché de l'immobilier, les critères de valorisation du patrimoine et la situation financière des foncières.

⁶ La charte de l'expertise en évaluation immobilière distingue et définit ces deux notions :

- **Le taux de capitalisation correspond au rendement coté vendeur** ou dans l'optique d'un exercice courant de gestion. Le taux de capitalisation exprime, en pourcentage, le rapport existant entre le revenu brut ou net de l'immeuble et sa valeur vénale. Il est dit brut ou net selon que l'on retient au numérateur le revenu brut ou le revenu net de l'immeuble.
- **Le taux de rendement correspond au rendement coté acquéreur ou investisseur.** Le taux de rendement, exprime, en pourcentage, le rapport existant entre le revenu brut ou net de l'immeuble et le capital engagé par l'acquéreur (prix d'acquisition + frais et droits de mutation = valeur vénale brute dite « actes en main »).

4.1. Chiffrer l'impact des risques liés au marché de l'immobilier et à la valorisation du patrimoine immobilier

28 SIIC sur 32 ont inséré un ou plusieurs paragraphes relatifs aux risques liés à la valorisation du patrimoine. 39% des sociétés donnent une estimation, chiffrée, de l'impact d'une éventuelle évolution du marché immobilier (fluctuations des loyers, des valeurs locatives, d'indices⁷, des taux de capitalisation, des taux d'occupation) sur le chiffre d'affaires, la valeur des actifs, les résultats.

Même si un rappel général des risques liés à l'environnement économique est utile, il convient que les sociétés fournissent des données chiffrées en ce qui concerne les impacts des déséquilibres de l'économie immobilière sur la valorisation de leur patrimoine et sur leur situation financière.

4.1.1. Approche par le marché immobilier

Recommandations :

- Il est recommandé de définir les modalités retenues pour indexer les loyers ou les faire varier.
- Au chapitre 4 « Facteurs de risques » de l'Annexe I du règlement européen Prospectus, il est recommandé de fournir une information sur l'impact d'une éventuelle évolution du marché locatif sur le niveau d'activité du Groupe, ses résultats, la valeur des actifs et sa politique d'investissement et de développement.

4.1.2. Approches par les critères des expertises d'évaluation du patrimoine immobilier

Position :

Au chapitre des risques, sur la réalisation de l'évaluation, les émetteurs doivent préciser la forme (rapport détaillé ou actualisation) des travaux d'expertise, la fréquence à laquelle le portefeuille d'actifs est évalué, et pour quelle méthode ils ont opté pour l'évaluation des actifs (méthode à la juste valeur ou méthode au coût). Dans la mesure où la politique d'évaluation de l'émetteur a influé sur les critères retenus par les experts, l'émetteur le précise. Si une évolution significative des valeurs intervenait entre deux expertises, il doit être précisé que la valorisation des actifs de la société pourrait ne pas être en adéquation avec leur valeur de réalisation.

4.1.3. Indiquer les impacts sur les résultats

En application de la norme IAS 40, les sociétés peuvent choisir parmi deux méthodes pour évaluer leurs immeubles, à savoir le modèle de la juste valeur ou le modèle du coût. Le modèle du coût est celui de la norme IAS 16.

La variation de juste valeur est comptabilisée en résultat **pour les sociétés ayant opté pour la méthode à la juste valeur.**

Les sociétés foncières optant pour la méthode du coût doivent donner la juste valeur de leurs immeubles de placement au titre d'IAS 40 § 79 e) et elles doivent aussi décrire les méthodes de dépréciation utilisées. En pratique, il a été constaté que deux foncières fournissaient une estimation chiffrée du risque d'enregistrement d'une dépréciation en facteurs de risques.

Recommandation :

L'AMF recommande que les sociétés ayant opté pour la méthode à la juste valeur rappellent au chapitre des risques, que la valeur du patrimoine immobilier est sensible à une variation à la hausse ou à la baisse des principales hypothèses pertinentes retenues par les experts (taux de rendement, valeur locative, taux d'occupation) décrites dans la synthèse ou dans le rapport résumé et que ces variations ont un impact sur le résultat de la société.

⁷ Tels que l'ICC (indice du coût de la construction) et l'IRL (indice des revenus locatifs).

4.2. Chiffrer l'impact des risques immobiliers sur la situation financière et risque de liquidité

Les sociétés doivent illustrer les impacts des facteurs de risques immobiliers sur leur situation de capitalisation, de trésorerie et leur capacité d'endettement par des données chiffrées.

4.2.1. Restrictions à la capacité d'endettement : clauses de remboursement anticipé

Cette capacité d'endettement est réduite par les covenants. Les trois covenants les plus fréquemment rencontrés sont le **Loan To Value (« LTV »)** (soit le [montant de la dette rapporté à la valeur des actifs](#)), l'**Interest Coverage Ratio (« ICR »)** (ou [ratio de couverture](#) des frais financiers par le [résultat](#) d'exploitation) et le **Debt Service Coverage Ratio (DSCR «)** (génération du [cash flow](#) pour servir la charge de sa [dette](#)).

22 sociétés sur 32 fournissent des informations sur leurs covenants. 13 sociétés sur 22 indiquent précisément le niveau relatif de leurs covenants au 31 décembre 2008.

21 sociétés sur 32 mentionnent le ratio de LTV. 3 sociétés n'en donnent pas de définition et le reste de l'échantillon en donne deux définitions différentes.

15 foncières sur 22 utilisent le ratio de l'ICR. Les définitions présentées par les émetteurs sont assez diverses. Elles reposent sur trois types de numérateur : revenus, excédent brut, cash flow. Deux sociétés utilisent des ratios qui peuvent être assimilés au ratio ICR même si elles ne les définissent pas comme tel.

8 sociétés sur 22 utilisent le ratio DSCR. Les définitions diffèrent selon les émetteurs. Elles reposent sur trois types de numérateur : revenus, excédent brut, cash flow.

Au titre du risque de liquidité, l'AMF rappelle sa position - recommandation n°2009-16 aux termes de laquelle tous les émetteurs devraient fournir une information détaillée sur l'existence et la nature des clauses de défaut et d'exigibilité anticipée. Dans ce cadre, si les passifs ne sont assortis d'aucune clause particulière (dont notamment des covenants) susceptible d'en modifier significativement les termes, l'AMF recommande que l'émetteur le spécifie explicitement.

Position :

Ils doivent aussi donner le niveau des ratios à la clôture ou à défaut, leur appréciation de la marge restante avant de toucher les covenants.

4.2.2. Les risques immobiliers comme faits générateurs de la mise en œuvre des clauses de remboursement anticipé

Recommandation :

Quand la probabilité d'occurrence des faits générateurs et les impacts possibles sur la situation financière du groupe, notamment en termes de trésorerie, sont significatifs dans un horizon de 12 mois, l'AMF recommande à l'émetteur de fournir une information précise et détaillée relative à ces *covenants*

5. Annexe : échantillon retenu par l'AMF

L'étude de l'AMF a porté sur les foncières ayant déposé un document de référence au 02 avril 2009 sur leur exercice 2008, soit les 32 sociétés foncières suivantes, représentant une capitalisation boursière de 26 milliards d'euros :

Affine, Altaréa, ANF, Compagnie la Lucette, Docks Lyonnais, Eurosic, Foncière Atland, Foncière des 6ème et 7ème arrondissements de Paris, Foncière des Murs, Foncière des Régions, Foncière Développement Logement, Foncière Europe Logistique, Foncière Lyonnaise, Foncière Massena, Foncière Paris France, Gecina, Icade, Immobilière Dassault, Inéa Foncière, IPBM, Klémurs, Klépierre, Mercialys, SIICInvest, SIIC de Paris 8ème, SIIC de Paris, Silic, Sofibus, Terreïs, Tour Eiffel, Unibail-Rodamco, Volta.

Sur cet échantillon, 9 sociétés sur 32 avaient des capitalisations boursières supérieures à 1 milliard d'euros (Altaréa, Foncière des Régions, Foncière Lyonnaise, Gecina, Icade, Klépierre, Mercialys, Silic, Unibail-Rodamco) ; et la capitalisation individuelle de 23 sociétés se situait entre 18 et 616 millions d'euros.