

NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE



Foncière Paris France

En réponse à la note d'information établie par la société

PHRV

à l'occasion de l'offre publique d'achat visant les titres de la société FONCIERE PARIS FRANCE

En application articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), le rapport de Détruyat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 11-573 en date du 13 décembre 2011 sur la présente note en réponse.

Cette note en réponse a été établie par FONCIERE PARIS FRANCE et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621 8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'Autorité des marchés financiers a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de la société FONCIERE PARIS FRANCE (www.fonciereparisfrance.com).

Des exemplaires de la présente note en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de : FONCIERE PARIS FRANCE, 52, rue de la Bienfaisance, 75008 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de FONCIERE PARIS FRANCE seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

TABLE DES MATIÈRES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Caractéristique de l'Offre.....	3
1.2	Conditions de réalisation de l'Offre	4
2.	RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE.....	5
	Méthodes écartées	18
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE PARIS FRANCE.....	62
3.1	Avis motivé sur le Projet d'Offre Initial.....	62
3.2	Avis motivé sur le Projet d'Offre Complété	63
4.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	64
5.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE	64
5.1	Structure et répartition du capital de FONCIERE PARIS FRANCE.....	64
5.2	Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de FONCIERE PARIS FRANCE	66
5.3	Participation directe ou indirecte au sein du capital de FONCIERE PARIS FRANCE dont la Société a connaissance	67
5.4	Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	67
5.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	67
5.6	Accords entre actionnaires dont FONCIERE PARIS FRANCE a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice de droits de vote.....	67
5.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration	68
5.8	Règles applicables à la modification de statuts	68
5.9	Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier relatif à l'émission ou le rachat d'actions	68
5.10	Accords conclus par FONCIERE PARIS FRANCE qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de FONCIERE PARIS FRANCE, sauf si cette divulgation, hors le cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	71
5.11	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	72
5.12	Politique de dividende au titre de l'exercice 2011	72
6.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	72
7.	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT FONCIERE PARIS FRANCE	72
8.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	72

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Caractéristique de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, PHRV, société anonyme au capital de 32.250.315 euros, dont le siège social sis 41/43, rue Saint Dominique, 75007 Paris (**PHRV** ou l'**Initiateur**) propose de manière irrévocable aux actionnaires et aux porteurs d'obligations subordonnées remboursables en actions et de bons de souscription d'actions émis par FONCIERE PARIS FRANCE, société anonyme au capital de 86.997.900 euros, dont le siège social est situé 52, rue de la Bienfaisance 75008 Paris, immatriculée sous le numéro d'identification unique 414 877 118 RCS Paris (**FPF** ou la **Société**) d'acquérir, dans les conditions décrites ci-dessous (l'**Offre**) :

- La totalité des actions existantes de la Société autres que celles détenues par l'Initiateur et par Cofitem-Cofimur (ensemble, avec l'Initiateur, le **Concert**) au jour de l'offre ou à émettre à raison de l'exercice des OSRA 2006, des OSRA 2010 autres que celles détenues par le Groupe Covéa et par le Concert, des BSA 2005 et des BSA 2010 autres que ceux détenus par le Concert, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 2.919.818 actions;
- La totalité des obligations subordonnées remboursables en actions FPF émises en 2006 (les **OSRA 2006**), soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 460.525 OSRA 2006;
- La totalité des obligations subordonnées remboursables en actions FPF émises en 2010 (les **OSRA 2010**) autres que celles détenues par le Groupe Covéa et par le Concert, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 590.907 OSRA 2010;
- La totalité des bons de souscription d'actions FPF émis en 2005 (les **BSA 2005**), soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 400.000 BSA 2005;
- La totalité des bons de souscription d'actions FPF émis en 2010 (les **BSA 2010**) autres que ceux détenus par le Concert, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 1.524.352 BSA 2010.

L'Initiateur précise dans son projet d'offre publique d'achat initial (le **Projet d'Offre Initial**), que :

- Cofitem-Cofimur, qui s'est déclarée de concert avec PHRV et qui, détient 322.270 actions, 90.909 OSRA 2010 et 214.770 BSA 2010, a indiqué dans le cadre d'un engagement irrévocable en date du 4 octobre 2011, qu'elle s'engageait à ne pas apporter à l'offre les actions, les OSRA 2010 et les BSA 2010 qu'elle détient. En complément de cet engagement, Cofitem-Cofimur a accepté de mettre sous séquestre les actions, les OSRA 2010 et les BSA 2010 qu'elle détient, auprès des établissements dépositaires et de la Société.
- Le Groupe Covéa, qui détient 227.272 OSRA 2010, a indiqué, dans le cadre d'engagements irrévocables en date du 29 septembre 2011 et 30 septembre 2011, qu'il s'engageait à ne pas apporter à l'Offre, les OSRA 2010 qu'il détient. En complément de cet engagement, le Groupe Covéa a accepté de mettre sous séquestre les OSRA 2010 qu'il détient, auprès de la Société.

Le Projet d'Offre Initial a été déposé par Natixis agissant pour le compte de l'Initiateur le 7 octobre 2011 et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 7 octobre 2011 sous le n° 211C1829.

Le 29 novembre 2011, le Projet d'Offre Initial a été modifié à la suite du dépôt par Natixis, agissant pour le compte de la société anonyme PHRV, d'un projet de surenchère (le **Projet d'Offre Complété**). Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 29 octobre 2011 sous le n°211C2161.

	Projet d'Offre Initial	Projet d'Offre Complété
Action	100 €	110 €
OSRA 2006	110,40 €	119 €
OSRA 2010	110,35 €	114 €
BSA 2005	14 €	24 €
BSA 2010	0,50 €	1,10 €

Natixis, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

1.2 Conditions de réalisation de l'Offre

Le Projet d'Offre Initial prévoyait ce qui suit :

*L'Offre est soumise à la condition de l'obtention, à l'issue de l'Offre initiale, d'un nombre d'actions représentant, avec les actions de Foncière Paris France détenues par le Concert préalablement à l'Offre, au moins 50,01% du capital et des droits de vote de la Société existant au 7 octobre 2011 (le **Seuil de Réussite**).*

Pour les besoins du calcul du Seuil de Réussite, il sera tenu compte :

- *au numérateur, (a) de toutes les actions valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre, (b) toutes les actions existantes déjà détenues par le Concert au 7 octobre 2011 ;*
- *au dénominateur, de la totalité des actions composant le capital social existant de la Société au 7 octobre 2011.*

Si le Seuil de Réussite n'est pas atteint à la clôture de l'Offre initiale, l'Offre n'aura pas de suite, et les titres apportées à l'Offre seront restitués à leurs propriétaires, en principe dans les deux jours de bourse suivant la publication de l'avis de caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû auxdits propriétaires.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer purement et simplement à ce Seuil de Réussite, ou après autorisation préalable de l'AMF, d'abaisser ce Seuil de Réussite, en déposant une surenchère au plus tard cinq jours de bourse avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 232-7 du Règlement général de l'AMF.

Le Projet d'Offre Complété prévoit que le seuil de renonciation dont l'Initiateur avait assorti son Projet d'Offre Initial, en application de l'article 231-9 du règlement général, est supprimé.

2. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Pour les besoins du Projet d'Offre Initial, Détroyat Associés a été désigné en qualité d'expert indépendant aux termes d'une lettre de mission en date du 20 octobre 2011, en application de l'article 261-1- du Règlement général de l'AMF. Le rapport de l'expert indépendant est intégralement reproduit ci-après.

Pour les besoins du Projet d'Offre Complété, Détroyat Associés a de nouveau été désigné en qualité d'expert indépendant lors de la réunion du conseil d'administration de la Société du 1er décembre 2011. Le rapport complémentaire de l'expert indépendant est intégralement reproduit ci-après.

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ PHRV
SUR LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ
FONCIÈRE PARIS FRANCE

Novembre 2011

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ FONCIÈRE PARIS FRANCE

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Détroyat Associés S.A.

(Article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard, société anonyme au capital de 32 250 315 euros dont le siège social est situé 43, rue Saint Dominique, 75007 Paris (ci-après « **PHRV** » ou l'« **Initiateur** ») a déposé le 7 octobre 2011 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique d'achat (ci-après l'« **Offre** »), visant les titres de la société Foncière Paris France, société anonyme au capital de 86 997 900 euros dont le siège social est situé 52, rue de la Bienfaisance, 75008 Paris (ci après « **FPF** » ou la « **Société** »). L'Initiateur, dont les principaux actionnaires sont le groupe Allianz (31,4%), le groupe Covéa (31,4%) et la société Cofitem-Cofimur (31,1%) a déclaré agir de concert avec Cofitem-Cofimur et disposer d'engagements irrévocables de la part du groupe Covéa de ne pas apporter à l'Offre les titres obligataires remboursables en actions qu'il possède.

FPF est une société foncière spécialisée dans l'immobilier de bureaux et de locaux d'activité à Paris et en Ile-de-France. Créée en 2005, elle est cotée au Compartiment B (Mid-Caps) d'Euronext Paris depuis le 27 mars 2006. FPF a opté depuis son introduction en bourse pour le régime fiscal des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIIC).

A la date du dépôt d'Offre, PHRV détenait :

- 101 737 actions FPF représentant autant de droits de vote, soit 5,85% du capital et des droits de vote de FPF ;
- de concert avec Cofitem-Cofimur, 424 007 actions FPF représentant autant de droits de vote, soit 24,37% du capital et des droits de vote de FPF.

	Actions et droits de vote	Part du capital et des droits de vote
PHRV	101 737	5,85%
Cofitem-Cofimur	<u>322 270</u>	<u>18,52%</u>
Total Concert	424 007	24,37%

Par ailleurs, au 7 octobre 2011, Cofitem-Cofimur détenait :

- 90 909 obligations subordonnées remboursables en actions FPF émises en décembre 2010 (« **OSRA 2010** »), non cotées, arrivant à échéance les 22 décembre 2017 et 2020 ; et
- 214 770 bons de souscription d'actions (« **BSA 2010** ») exerçables à tout moment jusqu'au 22 décembre 2013, à raison de 10 bons pouvant donner droit, par exercice au prix de 110 €, à 1 action FPF.

L'Offre de PHRV est volontaire et rentre dans le cadre de la procédure normale du règlement général de l'AMF. En particulier, l'Offre n'a pas été précédée d'achats de titres qui auraient conduit l'Initiateur à dépasser des seuils de détention réglementaires et l'auraient placé dans l'obligation d'offrir aux autres actionnaires de FPF les mêmes conditions de liquidité.

Aux termes du projet d'Offre déposé le 7 octobre dernier, PHRV s'est engagé à acquérir la totalité des titres de capital et donnant accès au capital de FPF non détenus par lui, Cofitem-Cofimur et le groupe Covéa dans les conditions suivantes :

- au prix de 100 € par action ordinaire : les 1 315 951 actions existantes au 7 octobre 2011 et non détenues par le concert PHRV/Cofitem-Cofimur (le « **Concert** »), ainsi que les actions à émettre à raison de l'exercice des obligations subordonnées remboursables en actions émises en février 2006 (« **OSRA 2006** »), des OSRA 2010 (autre que celles détenues par le Concert et le Groupe Covéa), des bons de souscription d'actions émis en 2005 (« **BSA 2005** ») et des BSA 2010 (autres que ceux détenus par le Concert), soit au total un nombre maximum de 2 919 818 actions ;
- au prix de 110,40 € par OSRA 2006 : la totalité des OSRA 2006 non cotées, soit 460 525 OSRA 2006 ;
- au prix de 110,35 € par OSRA 2010 : la totalité des OSRA 2010 non cotées, hormis celles détenues par le Concert et par le groupe Covéa, soit 590 907 OSRA 2010 ;
- au prix de 14 € par BSA 2005 : la totalité des BSA 2005 non cotés, soit 400 000 BSA 2005 ;
- au prix de 0,50 € par BSA 2010 : la totalité des BSA 2010 cotés, hormis ceux détenus par le Concert, soit 1 524 352 BSA.

En application de l'article 231-9 du règlement général, PHRV ne donnera pas suite à l'Offre si le nombre de titres apportés ne lui permet pas de détenir à l'issue de l'Offre au moins 50,01% du capital et des droits de vote de FPF sur la base du capital existant au 7 octobre 2011.

Pour les besoins du calcul de ce seuil, il sera tenu compte (i) au numérateur, de toutes les actions valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre et de toutes les actions existantes déjà détenues par le Concert au 7 octobre 2011, et (ii) au dénominateur, de la totalité des actions composant le capital social existant de FPF au 7 octobre 2011.

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué son intention de conserver la cotation de la Société et son régime fiscal de Société d'Investissements Immobiliers Cotée (SIIC). Dans cet objectif, l'Initiateur a conclu des accords, détaillés dans le projet de note d'information de l'Offre, avec (i) la Foncière des 6^{ème} et 7^{ème} arrondissements de Paris – dont PHRV est le principal actionnaire –, (ii) le groupe Covéa et (iii) les Associations Mutuelles Le Conservateur afin de reclasser l'excédent éventuel de titres obtenus dans le cadre de l'Offre, de sorte que la participation du Concert au capital de FPF soit supérieure à 50,01% et inférieure à 60,00%. Ces rétrocessions se feront sur la base des prix payés dans le cadre de l'Offre sur les différents instruments.

Détroyat Associés a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de FPF réuni le 11 octobre 2011 aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Cette désignation est intervenue à l'unanimité des voix du conseil d'administration, M. François Thomazeau, Président de PHRV et représentant de Cofitem-Cofimur au conseil d'administration de FPF, s'étant abstenu, à sa demande, de prendre part au vote. M. Thomazeau n'a formulé aucune observation quant à la désignation de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant.

L'intervention d'un expert indépendant pour examiner les conditions financières de l'Offre a été ainsi motivée lors de cette réunion du conseil d'administration de FPF :

- (i). Conformément au 5° de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptible de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'Offre ;
- (ii). Plus généralement, sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, dans la mesure où l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis mentionné à l'article 231-19 s'agissant de Cofitem-Cofimur et plus généralement, de mettre en cause l'égalité des

actionnaires ou des porteurs des instruments financiers, s'agissant de l'ensemble des administrateurs.

Le présent rapport d'expertise indépendante (ci-après le « **Rapport** ») a pour objectif de permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin d'établir son avis motivé à l'attention des porteurs de titres de FPF. Il ne constitue pas une recommandation à l'égard des porteurs de titres FPF quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre si celle-ci était déclarée conforme par l'AMF.

I. Contexte et motifs de l'Offre

PHRV, créée en 1994 et Cofitem-Cofimur, créée en 1985, font partie d'un ensemble de sociétés spécialisées dans le financement – notamment sous la forme de crédit-bail – et l'investissement immobiliers. Le lien existant entre ces sociétés provient d'un actionnariat en partie commun constitué de compagnies d'assurances présentes dans leur capital depuis l'origine :

	PHRV	Cofitem-Cofimur	Foncière des 6° et 7° arrond ^{ts} de Paris
Groupe Allianz	31,4%	20,3%	18,3%
Groupe Covéa	31,4%	18,2%	18,6%
Groupe Cofitem-Cofimur	31,1%		8,7%
Groupe PHRV			26,8%
Foncière des 6° & 7° arrond ^{ts} Paris		9,9%	

Source : Document de référence Cofitem-Cofimur 2010

PHRV a acquis fin 2007 une participation de 5,17% du capital de FPF. PHRV a renforcé cette participation au premier semestre 2008 jusqu'à atteindre 11,89% du capital et des droits de vote de la Société. En août 2008, cette participation a été cédée à Cofitem-Cofimur « *dans le cadre d'un reclassement interne* »⁽¹⁾. Cette dernière société possède en effet, en complément de son activité principale de crédit-bail immobilier, un portefeuille de participations dans des foncières cotées « *constitué essentiellement en 2008 dans une conjoncture de baisse des marchés* »⁽²⁾. Ce portefeuille représentait 107,6 M€ en prix de revient au 31 décembre 2010 contre 29,9 M€ à fin 2007.

Par courriers adressés à l'AMF les 4 et 5 avril 2011, les sociétés PHRV et Cofitem-Cofimur ont déclaré avoir accru leur participation dans FPF le 31 mars 2011 par des acquisitions de blocs de titres hors marché et détenir ensemble 424 007 actions FPF représentant 24,37% du capital et des droits de vote de FPF. Par les mêmes courriers, les sociétés PHRV et Cofitem-Cofimur ont déclaré avoir réalisé leur prise de participation dans FPF à des fins de placement financier et ne pas envisager d'acquérir le contrôle de FPF.

Le 27 juillet 2011, la société Foncière des Régions – première foncière de bureaux en Europe avec un patrimoine de 8,9 milliards d'euros au 30 juin 2011 constitué à 73% de bureaux en France et en Italie – a annoncé un projet de rapprochement avec FPF, qui devait prendre la forme d'apports en nature de titres de la Société de la part de certains porteurs – et notamment des dirigeants et fondateurs – suivis du dépôt d'un projet d'offre publique d'échange aux mêmes conditions que celles envisagées pour les apports. Le 5 septembre 2011, Foncière des Régions a annoncé l'abandon du projet de rapprochement avec FPF en raison de l'évolution défavorable des marchés financiers au cours du mois d'août. FPF a également souligné le même jour dans un communiqué que « *la baisse brutale*

⁽¹⁾ *Projet de note d'information du 7 octobre 2011, p.4*

⁽²⁾ *Document de référence Cofitem-Cofimur 2010, p.15*

des cours de bourse qui est intervenue au cours du mois d'août sur les marchés actions impacte la valorisation des instruments financiers devant faire l'objet de l'échange dans des conditions telles qu'elles remettent en cause les parités fixées à fin juillet entre les parties ».

Lors du conseil d'administration de la Société du 26 juillet 2011, le représentant de Cofitem-Cofimur avait exprimé son opposition au projet de rapprochement envisagé entre FPF et Foncière des Régions sous la forme d'un échange de titres. La valeur très supérieure de Foncière des Régions relativement à FPF aurait conduit à proposer aux actionnaires de FPF d'échanger leur participation au capital de FPF contre une part réduite du capital de l'ensemble formé par les sociétés Foncière des Régions et FPF. De plus, dans l'hypothèse d'un tel rapprochement, Cofitem-Cofimur aurait été amené à céder sa participation dans FPF en raison de l'exposition de Foncière des Régions sur des actifs immobiliers hors de France (environ 25% des loyers de Foncière des Régions sont réalisés en Italie)⁽³⁾.

Le 12 septembre 2011, le conseil d'administration de FPF a pris acte de l'abandon du projet de rapprochement avec Foncière des Régions et a été informé d'un ensemble de « *propositions stratégiques suite à l'évolution de l'environnement économique* » soumises par les dirigeants de la Société à ses administrateurs. M. François Thomazeau, Président de PHRV et représentant de Cofitem-Cofimur au conseil d'administration de FPF, participait à cette réunion. Dans ce contexte, le conseil d'administration de PHRV a notamment décidé à l'unanimité la mise en œuvre par la Société d'un programme de rachat de ses propres actions, pour un montant maximal de 12 M€ et jusqu'à un cours de 105 €.

Le 7 octobre 2011, sans en avoir préalablement informé les dirigeants ou administrateurs de la Société, PHRV a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre publique d'achat dont l'examen des conditions financières est l'objet du présent Rapport.

Les motifs de l'Offre formulés par l'Initiateur dans le projet de note d'information du 7 octobre 2011 sont rappelés ci-après :

« La période boursière récente marquée par une grande volatilité et la bonne tenue du marché de l'immobilier constituent une opportunité de consolidation dans un secteur immobilier par ailleurs en pleine restructuration.

L'Initiateur, qui détient déjà de concert avec Cofitem-Cofimur 24,37% du capital de Foncière Paris France, souhaite développer les activités de la Société en poursuivant les principales orientations mises en œuvre par celle-ci afin de renforcer et d'accélérer le développement de son patrimoine immobilier parisien.

Cette stratégie vise à renforcer son statut, notamment boursier, de foncière reconnue sur le marché de l'immobilier de bureaux à Paris et en Ile-de-France. »

Dans le projet note d'information en date du 7 octobre 2011, PHRV souligne également son intention de changer l'équipe de direction de FPF dans l'hypothèse d'un succès de l'Offre :

« Pour tenir compte du changement de contrôle de la Société, l'Initiateur demandera à l'issue de l'Offre la convocation d'une assemblée générale des actionnaires en vue de mettre la composition du Conseil d'administration, puis de la direction générale, en harmonie avec la nouvelle répartition du capital ».

⁽³⁾ Source : Echange entre Olivier Richié, Directeur général de Cofitem-Cofimur, et Détroiat Associés, lors d'une réunion organisée le 1^{er} septembre 2011 à la demande de Cofitem-Cofimur, Détroiat Associés ayant été désigné le 26 juillet 2011 comme expert indépendant par FPF dans le cadre de ce projet de rapprochement (Cf. section III).

II. Présentation de Détroyat Associés

Créée en 1968, Détroyat Associés est une société indépendante, spécialisée dans l'évaluation d'entreprise et d'instruments financiers. Elle conduit des missions de conseil et d'expertise indépendante en finance d'entreprise dans de nombreux secteurs d'activités, pour le compte de sociétés cotées ou non cotées. Elle est établie sous forme de société anonyme dont le siège social est situé 5, avenue Matignon à Paris 8°. Son capital est intégralement détenu par ses associés.

Détroyat Associés dispose de bases de données de marché propriétaires, régulièrement mises à jour et commercialisées par abonnement. Ses bases de données recouvrent notamment la détermination de primes de risque Actions sur plusieurs indices boursiers européens.

Depuis 1994, les autorités de marché françaises ont formalisé les procédures de retrait de la cote des sociétés en rendant obligatoire l'intervention d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable des conditions d'indemnisation des actionnaires. Avec plus d'une centaine d'expertises réalisées depuis cette date, Détroyat Associés s'est imposé comme l'un des premiers intervenants de ce marché qui a été élargi par les évolutions successives de la réglementation boursière sur l'expertise indépendante et le recours croissant des entreprises aux missions de cette nature.

La liste des missions d'expertise indépendante conduites depuis vingt-quatre mois par Détroyat Associés figure en annexe du présent Rapport.

III. Attestation d'indépendance

Détroyat Associés n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre (société cible et Initiateur) et leurs conseils.

Détroyat Associés ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'Instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Il est précisé à ce sujet que, préalablement à la mission d'expertise qui fait l'objet du présent Rapport, Détroyat Associés a été désigné par le conseil d'administration de FPF le 26 juillet 2011, à l'occasion de la communication aux administrateurs de l'intention de la société Foncière des Régions de déposer un projet d'offre publique d'échange sur les titres de FPF (Cf. Section I du présent Rapport). Antérieurement à cette désignation, proposée au conseil d'administration de FPF à l'issue d'une consultation restreinte d'experts indépendants, Détroyat Associés n'était jamais intervenu pour le compte de FPF et les dirigeants et salariés de Détroyat Associés n'entretenaient aucun lien, de quelque nature que soit, avec les dirigeants et fondateurs de FPF.

Le projet d'offre publique d'échange de Foncière des Régions portait sur les actions ordinaires, les obligations subordonnées remboursables en actions et les bons de souscription d'action émis par FPF, soit 5 instruments financiers qui faisaient l'objet de parités d'échange distinctes en actions Foncière des Régions ou en obligations à émettre par cette société.

Dans les jours qui ont suivi la désignation de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant, les marchés actions européens ont connu une baisse d'une intensité exceptionnelle. L'indice CAC 40, qui s'établissait en clôture au 26 juillet 2011 à 3 788 points, a atteint 3 003 points le 10 août 2011, soit une chute de plus de 20% en 11 jours de bourse. Cette baisse s'est ensuite poursuivie : au 5 septembre 2011, date d'annonce de l'abandon du projet de rapprochement avec Foncière des Régions, l'indice CAC 40 était descendu sous les 3 000 points et il a atteint 2 782 points le 22 septembre 2011. L'amplitude des variations observées sur les titres des sociétés FPF et Foncière des

Régions au cours de cette période a été du même ordre. Dans cet environnement boursier, l'abandon du projet d'OPE par Foncière des Régions est intervenu avant que Détroyat Associés ait conduit à son terme ses propres travaux d'évaluation. En particulier, aucun rapport ou projet de rapport n'a été communiqué par Détroyat Associés aux dirigeants ou administrateurs de FPF.

Dans ces conditions, Détroyat Associés ne considère pas que sa désignation le 26 juillet dernier par le conseil d'administration de FPF en qualité d'expert indépendant dans le cadre de projet d'OPE annoncé à cette date par Foncière des Régions (et qui a été abandonné le 5 septembre dernier) crée un risque de conflit d'intérêt susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'examen des conditions financières de l'Offre initiée par PHRV.

IV. Diligences effectuées par Détroyat Associés

La mission d'expertise indépendante confiée à Détroyat Associés a été conduite sous la responsabilité d'Emmanuel Dayan, Associé, assisté de trois analystes financiers. Un contrôle qualité sur la cohérence et la pertinence des méthodologies mises en œuvre a été réalisé par Philippe Leroy, Associé.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 11 octobre 2011 ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux porteurs de titres de FPF.

Nous avons pour cela participé à des réunions de travail à Paris avec les dirigeants et responsables de FPF suivants :

- M. Jean-Paul Dumortier, Président directeur général (13 octobre, 8 et 14 novembre)
- M. Didier Brethes, Directeur général délégué (13 octobre, 8 et 14 novembre)
- M. Patrick Béghin, Directeur général délégué (3 et 14 novembre)
- M. Bertrand Mainhagu, Directeur de gestion (2 novembre)

ainsi qu'avec leurs conseils juridiques, le cabinet Godet Gaillard Solle Marraux & Associés :

- Me. Jean-Maurice Gaillard, Associé (13 octobre)

Le patrimoine de FPF fait l'objet d'une évaluation semestrielle réalisée par deux experts immobiliers indépendants, CB Richard Ellis Valuation et DTZ Eurexi. Dans le cadre de nos diligences nous avons rencontré le 3 novembre 2011 :

- M. François Denis, Président CB Richard Ellis Valuation
- Mme Valérie Contal, Expert Immobilier, CB Richard Ellis Valuation
- M. Philippe Dorion, Directeur, DTZ

Nous avons rencontré le 10 novembre 2011 des représentants de l'Initiateur :

- M. François Thomazeau, Président de PHRV
- M. Arnaud Pomel, Directeur général délégué de PHRV

accompagnés de leurs conseils juridiques, le cabinet Simmons & Simmons :

- Me. Thierry Gontard, Associé Gérant
- Me. Jean-Louis Lantenois, Of-Counsel

Enfin, nous avons également rencontré les conseils financiers de l'Initiateur, la banque Natixis, le 10 novembre 2011 :

- M. Florent Mahé, Managing Director, Marché Primaire Actions

- Mme Françoise Négroni, Director, Responsable Montage Marché Primaire Actions
- M. Xavier Lichtenberger, Vice President, Marché Primaire Actions
- M. Xavier Hennequin, Senior Vice President, Origination Actions et Dérivés Actions

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité de FPF et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes consolidés historiques de FPF jusqu'aux comptes semestriels clos le 30 juin 2011, (iii) le portefeuille immobilier de FPF et son évaluation par les experts immobiliers, (iv) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues, (v) les motifs de l'Offre et (vi) les méthodes d'évaluation retenues par le conseil financier de l'Initiateur pour chacune des catégories de titres visées par l'Offre.

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents utilisés est indiquée en annexe du présent Rapport.

Les données prévisionnelles 2011 et 2012 sur le patrimoine de Foncière Paris France, actif par actif, nous ont été communiquées par Bertrand Mainhagu, Directeur de gestion. Ces données prévisionnelles ont été intégrées dans nos travaux de modélisation de la valeur vénale hors droit du patrimoine et de l'ANR Triple net pro forma à fin 2011.

Nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont FPF fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.

Nous avons par ailleurs :

- ▶ analysé les performances financières et boursières historiques de certaines sociétés foncières cotées et examiné les anticipations financières des analystes sur ces sociétés ;
- ▶ recherché des informations à la disposition du public sur des transactions ayant conduit à des changements de contrôle sur des sociétés foncières dont le portefeuille peut être jugé comparable à FPF ;
- ▶ revu tout autre document et conduit toute autre étude, analyse ou investigation qui nous ont semblé appropriés.

V. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre

Nous n'avons pas eu connaissance d'accords auxquels l'Initiateur serait partie et qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

VI. Présentation de FPF

1. Origine de la Société

En mai 2005, la Caisse Centrale de Réassurance a cédé à la société par actions simplifiée Holding Winston 250 (« **HW250** ») l'intégralité du capital de la société par actions simplifiée Rueil 250,

constituée en décembre 1997 afin de détenir un ensemble immobilier de bureaux situé 250, route de l'Empereur, à Rueil-Malmaison (Hauts-de-Seine).

HW250 a été créée à l'initiative de quatre anciens dirigeants de sociétés foncières du groupe Caisse des Dépôts (EMGP et Foncière des Pimonts), dont l'actuel Président directeur général et les deux Directeurs généraux délégués de FPF. Outre ces dirigeants, le capital de HW250 rassemblait alors des personnes physiques et des investisseurs institutionnels.

HW250 avait pour objectif de constituer, à partir de Rueil 250 (alors propriétaire d'un seul actif immobilier), une société foncière cotée, placée sous le régime fiscal SIIC et spécialisée dans l'exploitation d'actifs tertiaires en région parisienne.

Le 8 juillet 2005, la SAS Rueil 250 a été transformée en société anonyme et a pris la dénomination « Foncière Paris – Ile de France » (la dénomination « Foncière Paris France » a été adoptée en mars 2007). En janvier et février 2006, deux autres actifs immobiliers de bureaux situés respectivement à Saint-Denis (Seine-Saint-Denis) et Saint-Maurice (Val-de-Marne) ont été acquis par la Société.

Le 8 novembre 2005, une augmentation de capital de 12,6 M€ a été réalisée auprès de deux investisseurs : Forum European Reality Income Sarl et la Banque Populaire Rives de Paris. A l'issue de cette opération, ces deux investisseurs possédaient chacun 15,5% du capital, le solde (69,0%) étant détenu par HW250.

Le 6 février 2006, la Société a procédé à l'émission des OSRA 2006 pour un montant de 85 M€ auprès d'investisseurs institutionnels (notamment le groupe britannique spécialisé dans le financement immobilier Forum Partners, le fonds de pension néerlandais PGGM et les compagnies d'assurance Predica et Neuflyze Vie).

En mars 2006, la Société a obtenu l'admission de ses actions sur l'Eurolist d'Euronext Paris et le placement d'environ la moitié la participation de HW250 au prix de 113 euros par action. A cette date, les trois actifs immobiliers au portefeuille de FPF avaient une valeur vénale hors droits de 67,8 M€.

2. Développements de la Société depuis son introduction en bourse

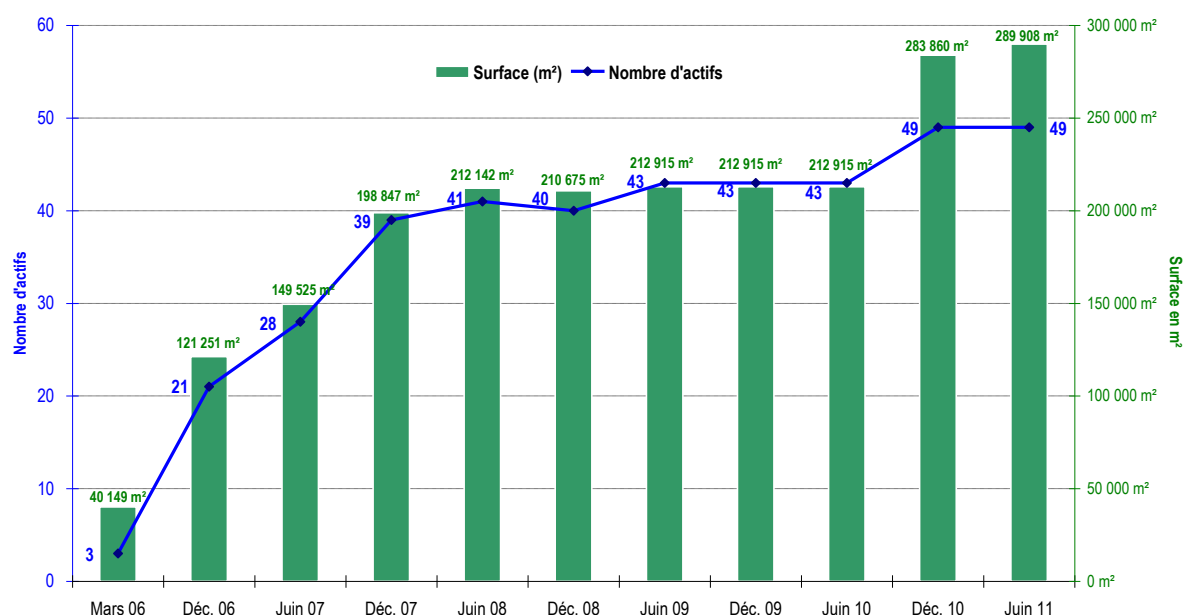
Les objectifs de développement retenus dès la création de la Société ont été formulés en février 2006, dans le document de base du prospectif d'introduction en bourse, dans les termes suivants :

« La politique de développement de la Société consistera, dès 2006, à acquérir sur le marché des ensembles immobiliers tertiaires représentant au terme de cinq à huit ans, 1 milliard d'euros d'actifs, répartis entre cinquante et cent immeubles. »

Cette politique a été mise en œuvre depuis 2006 par l'acquisition d'immeubles de bureaux et d'activités à Paris et en région parisienne, l'équipe de direction demeurant inchangée (Jean-Paul Dumortier, Président directeur général, et Didier Brethes et Patrick Béghin, Directeurs généraux délégués).

Le graphe ci-après rappelle l'évolution du patrimoine immobilier de la Société depuis son introduction en bourse en mars 2006, en nombre d'immeubles et en surface utile.

Evolution semestrielle du portefeuille d'actifs (nombre et surface)
depuis l'introduction en bourse en mars 2006

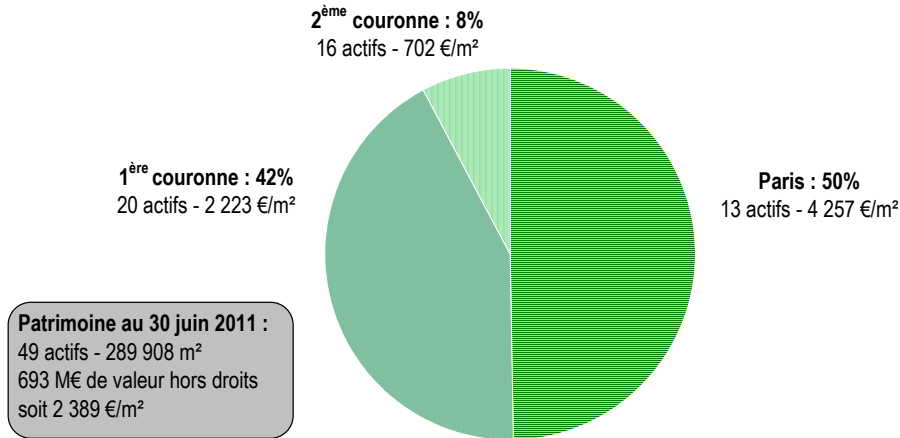


Source : rapports annuels et rapports semestriels FPF

En décembre 2010, FPF a fait l'acquisition auprès de la Société Nationale Immobilière, filiale de la Caisse des Dépôts, de la société SAGIIE qui regroupait sa branche d'activité d'immobilier d'entreprise. Cette acquisition a apporté à FPF six immeubles parisiens d'une valeur d'environ 160 M€ et un mandat de gestion de 18 immeubles administrés pour le compte de la Ville de Paris.

Au 30 juin 2011, le portefeuille de FPF était constitué de 49 immeubles de bureaux et d'activités, tous situés à Paris et en Ile de France (13 à Paris, 30 en 1^{ère} couronne et 16 en deuxième couronne), pour une valeur totale hors droits de 692,7 M€.

Répartition du patrimoine FPF (valeurs d'expertise au 30 juin 2011)

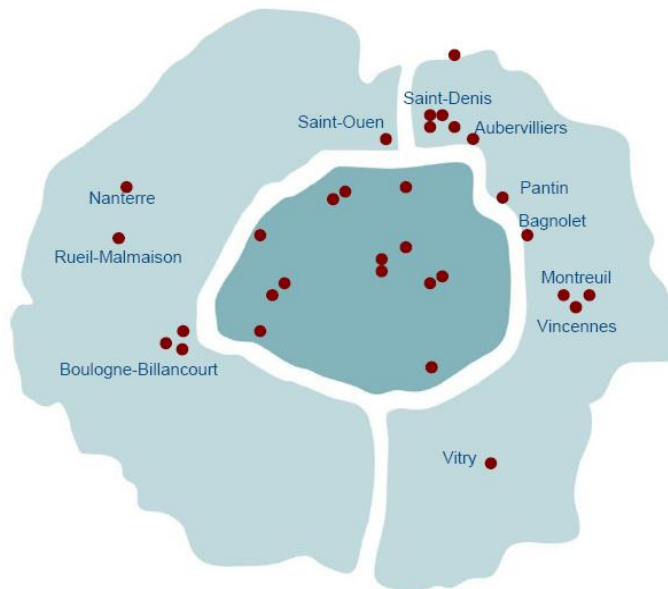


Source : rapport semestriel 2010 FPF

Depuis sa création, FPF a choisi de concentrer son portefeuille sur des actifs de bureaux et d'activité à rendement élevé (7,0% à 8,5%), à Paris (hors quartier central des affaires) et en première couronne.

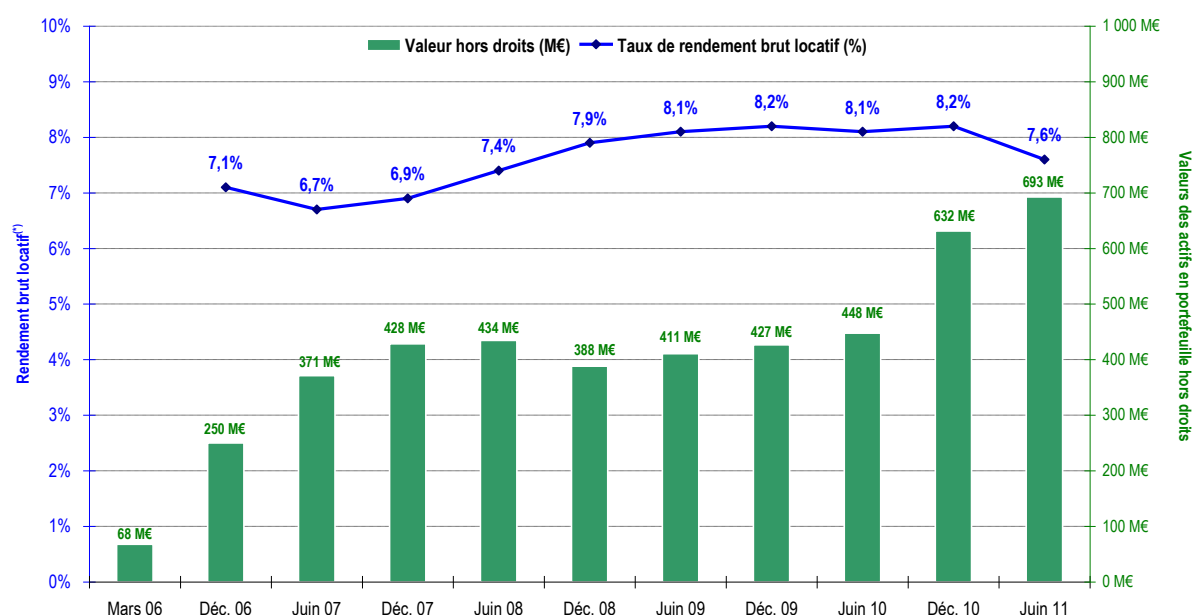
On rappelle ci-après la répartition géographique des actifs à fin 2010 et l'évolution semestrielle depuis l'introduction en bourse de la valeur hors droits du patrimoine immobilier et du rendement locatif brut.

Actifs immobiliers FPF Paris & 1^{ère} couronne au 31 décembre 2010



Source : Présentation analystes résultats annuels 2010 FPF

Evolution semestrielle de la valeur hors droits et du rendement locatif bruts depuis mars 2006



(*) Rendement de l'année n calculé sur la base d'un loyer estimé par la société de l'année N+1 et de la valeur hors droits de l'année n (périmètre exploitation) °
 Source : rapports annuels et rapports semestriels FPF

En complément du recours à l'endettement bancaire, FPF a financé son développement par l'émission de capital et de titres obligataires remboursables en action. Ces émissions de titres de fonds propres lui ont permis de conserver un ratio d'endettement LTV limité (32,9% au 30 juin 2011) et une trésorerie importante (42 M€ au 30 juin 2011). Sa dette bancaire porte intérêt au taux moyen de 4,2% avec une maturité moyenne de 4,7 années (au 30 juin 2011).

Le tableau ci-après rappelle les principales émissions de titres réalisées :

Date	Instrument	Prix unitaire	Montant levé
8 novembre 2005	Actions ordinaires	107,0 €	12,6 M€
19 janvier 2006	OSRA 2006	106,4 €	85,0 M€
10 avril 2007	Actions ordinaires	130,0 €	141,4 M€
2 décembre 2010	OSRA 2010	110,0 €	100,0 M€

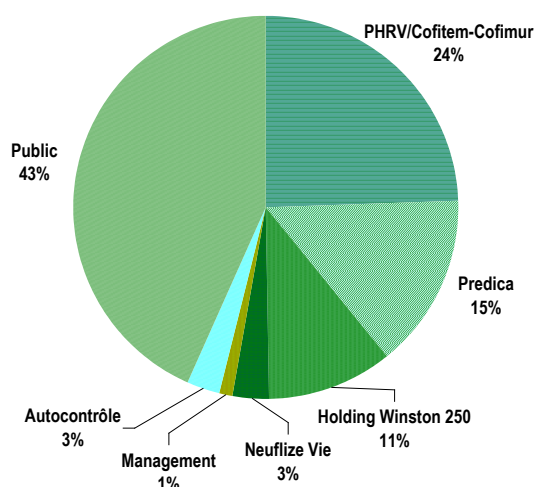
Source : rapports annuels FPF

Afin de limiter l'effet dilutif des OSRA 2010, l'émission de cet instrument a été accompagnée de l'attribution gratuite au bénéfice de l'ensemble des actionnaires existants de FPF de 1 731 998 BSA 2010 (soit un BSA par action FPF) au prix d'exercice de 110 euros (10 BSA permettant de souscrire une action au prix d'exercice pendant une durée de 3 ans).

Par ailleurs, en juillet 2005, l'assemblée générale extraordinaire de la Société a autorisé l'émission de 400 000 BSA 2005 au bénéfice des dirigeants dont les quotités exerçables, entre 2009 et 2013, sont liées à l'atteinte de seuils de valeur pour le patrimoine de la Société.

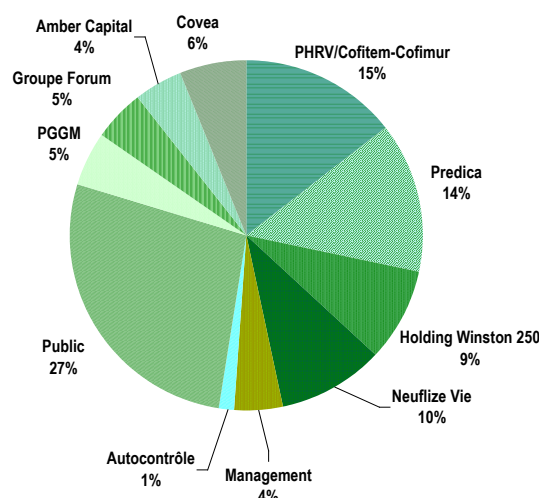
3. Actionnariat

Actionnariat FPF au 30 juin 2011



Source : FPF

Actionnariat dilué au 30 juin 2011^(*)



^(*) Pro-forma de la dilution des BSA 2005, BSA 2010, OSRA 2006 et OSRA 2010

VII. Analyse des conditions financières de l'Offre pour les actions

Afin d'apprécier le prix offert par l'Initiateur de l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) une approche intrinsèque par la méthode de l'Actif Net Réévalué, mise en œuvre à partir des travaux d'évaluation réalisés par les experts immobiliers CBRE et DTZ (la « **Méthode de l'ANR** ») ;
- (ii) une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de FPF (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- (iii) une approche analogique par référence à des transactions sur les titres de sociétés dont l'activité est jugée comparable à celle de FPF (la « **Méthode des transactions comparables** »).

Par ailleurs, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- (i) l'historique de cours de l'action FPF et les volumes échangés sur les douze derniers mois ;
- (ii) les conditions d'acquisition de la participation de Groupe Forum par PHRV et Cofitem-Cofimur en avril 2011 ;
- (iii) les objectifs de cours et les recommandations des analystes financiers qui suivent l'action FPF.

Méthodes écartées

- (i) L'actualisation de dividendes futurs : les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires.

- (ii) La méthode DCF : cette méthode est indirectement retenue dans la Méthode de l'ANR, qui intègre une évaluation intrinsèque des actifs immobiliers de la Société par l'actualisation de flux futurs de trésorerie disponible ou la capitalisation des revenus.

VII.1 Méthodes d'évaluations

VII.1.1 Méthode de l'ANR

Nous avons conduit une évaluation des capitaux propres de FPF au 6 octobre 2011 par la Méthode de l'ANR à partir (i) de l'ANR publié par la Société au 30 juin 2011⁽⁴⁾, et (ii) des comptes consolidés prévisionnels de l'exercice 2011 communiqués par la Société.

L'ANR au 6 octobre 2011 est retenu égal à la somme (i) de l'ANR EPRA triple net au 30 juin 2011 et (ii) d'une estimation du résultat net récurrent pour la période du 30 juin au 6 octobre 2011. L'ANR par action est ensuite déterminé en utilisant le nombre d'actions intégralement diluées, hors autocontrôle au 30 juin 2011 :

ANR EPRA triple net estimé au 6 octobre 2011 en M€

ANR EPRA triple net de la société au 30 juin 2011	483,7
Résultat net récurrent estimé - second semestre 2011	15,6
Quote-part	0,5
Résultat net récurrent estimé - 30 juin 2011 - 6 octobre 2011	8,3
ANR EPRA triple net de la société estimé au 6 octobre 2011	492,0
Nombre d'actions totalement diluées hors autocontrôle au 30 juin 2011	3 639 622
ANR EPRA triple net de la société au 6 octobre en € par action	135,2

Source : Société et calculs DA

Nous avons étudié la sensibilité de l'ANR ainsi calculé à une baisse de la valeur des actifs à partir (i) d'une reconstitution de la valeur du patrimoine de FPF hors droits au 30 juin 2011 sur la base des hypothèses et des méthodologies retenues par CBRE et DTZ, et (ii) d'une modélisation de l'impact d'une hausse des taux de rendement théoriques et des taux d'actualisation.

Nous présentons ci-après une sensibilité de la valeur du patrimoine hors droits de FPF au 30 juin 2011 à une variation, exprimée en pourcentage, des taux de rendement utilisés par les experts immobiliers (les différences en points de rendement sont appliquées aux taux d'actualisation utilisés).

⁽⁴⁾ La Société a publié au 30 juin 2011 deux valeurs d'Actif Net Réévalué déterminées en suivant les pratiques recommandées par l'EPRA (European Real Estate Association) : l'ANR EPRA et l'ANR EPRA triple net. Ces deux ANR sont calculés sur une base diluée des OSRA 2006 et 2010 et des BSA 2005 et 2010. La principale différence entre ces deux ANR est la prise en compte de la variation en juste valeur des instruments de couverture pour l'ANR EPRA triple net. L'ANR EPRA est couramment utilisé par les professionnels de l'immobilier : les foncières portent en général jusqu'au terme de leurs emprunts les instruments de couverture de dette (swaps de taux fixe contre taux variable) et, dans cette perspective, la juste valeur des instruments de couverture a peu d'importance. Néanmoins, nous constatons que les analystes financiers qui suivent les foncières européennes privilégient l'ANR triple net comme référence d'ANR. Afin de faciliter la comparaison avec les autres foncières cotées, nous avons ainsi retenu l'ANR triple net dans nos calculs, le choix de l'un ou l'autre de ces deux agrégats de référence n'ayant pas d'impact majeur sur les résultats de l'analyse conduite.

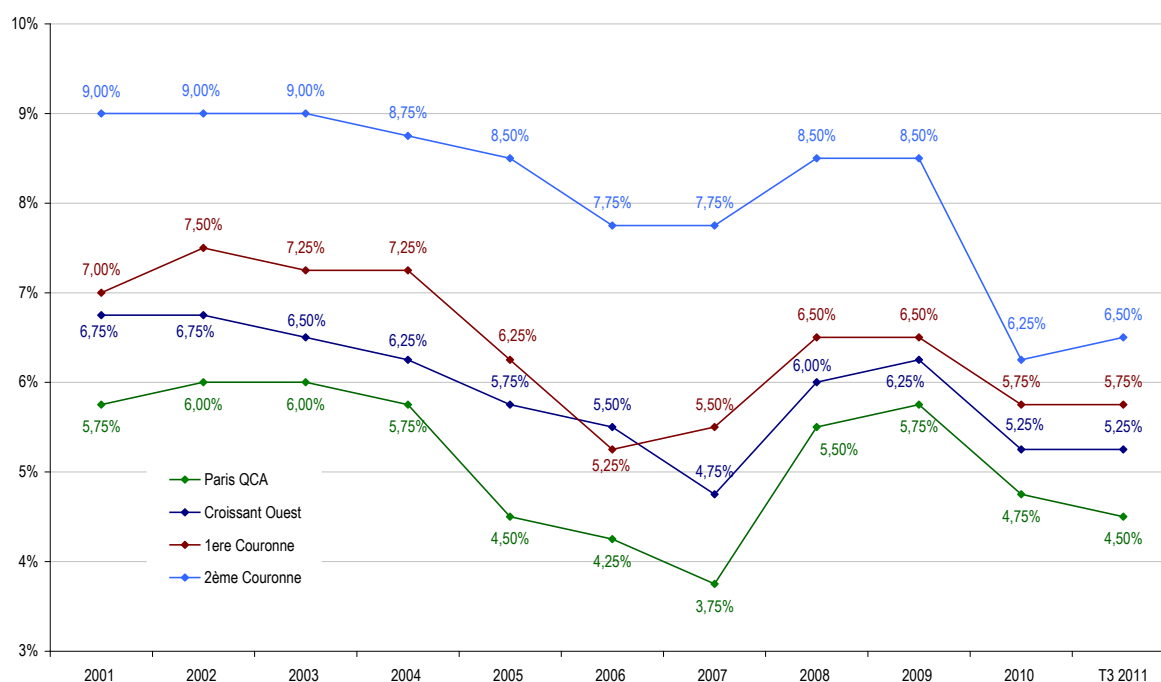
Sensibilité de la valeur vénale hors droits aux variations de taux de rendement

% de variation des taux de rendement	(10,0%)	(5,0%)	0,0%	5,0%	10,0%
Valeur vénale hors droits (M€)	768	727	693	658	628
Ecart par rapport à la valeur vénale au 30-06-2011	11%	5%	0%	(5%)	(9%)

Source : Calculs DA

Compte tenu des évolutions historiques observées sur les taux de rendement (cf. graphe ci-dessous) et des échanges conduits avec les experts immobiliers sur les variations des taux de rendement théoriques attendus au second semestre 2011, les résultats présentés prennent en compte des variations maximales à la hausse ou à la baisse de 10%.

Evolution du taux de rendement sur les bureaux depuis 2001



Source : DTZ Research

Sur la base des sensibilités présentées sur la valeur des actifs, nous présentons ci-dessous la sensibilité de l'ANR EPRA triple net estimé au 6 octobre 2011 :

Sensibilité de l'ANR EPRA triple net aux variations de taux de rendement

% de variation des taux de rendement	(10,0%)	(5,0%)	0,0%	5,0%	10,0%
ANR EPRA triple net de la société estimé au 6 octobre 2011 (M€)	567	526	492	457	427
ANR en € par action au 6 octobre 2011	155,8	144,6	135,2	125,6	117,4

Source : Détroyat

Ainsi, même avec une hausse de 10% des taux de rendement, la valeur de l'ANR par action ressort à une valeur supérieure de plus de 15% au prix d'Offre de 100 € par action.

Un ANR EPRA triple net de 100 € (prix d'Offre) correspondrait à une augmentation de près de 25% des taux de rendement, soit une diminution de près de 20% de la valeur des actifs.

La Société nous a confirmé avoir signé aux mois d'octobre et novembre 2011 les promesses de vente de trois immeubles, sans condition d'obtention de financement par leurs bénéficiaires, portant sur un montant total de 25,4 M€, à des prix confirmant, et au-delà les valeurs d'expertise au 30 juin 2011. Les attestations de promesse de vente correspondantes nous ont été communiquées.

Nous avons par ailleurs rencontré les deux experts immobiliers en charge de l'évaluation semestrielle du patrimoine de la Société : CBRE pour le portefeuille comprenant les actifs situés à Paris et à Boulogne-Billancourt et DTZ en charge des actifs localisés en première et deuxième couronne.

Interrogés sur l'évolution anticipée des valeurs hors droits des actifs de FPF à fin 2011, les experts immobiliers nous ont adressé par courrier électronique en date du 8 novembre 2011 les précisions suivantes :

1. CBRE (Denis François et Valérie Contal)

« Suite à notre échange du 3 novembre 2011 sur nos travaux réalisés en date du 30 juin 2011, vous nous avez interrogés sur les perspectives de marché 2011-2012.

Nous vous confirmons que compte tenu :

- ▶ *des immeubles de taille moyenne (hormis le Biopark),*
- ▶ *des baux récents et des conditions de locations voisines du marché,*
- ▶ *d'actif ni « primes », ni de qualité secondaire, mais de catégories standards,*

Ces immeubles présentent une faible volatilité dans les conditions de marchés actuelles.

De ce fait, compte tenu de la tendance de marché et des maintiens des paramètres de valorisation (baux récents, pas de vacance significative, de congé...), l'évaluation à fin 2011 devrait être marquée par un maintien de la valeur globale (sauf ajustements au cas par cas) ».

2. DTZ (Philippe Dorion)⁽⁵⁾

« Lors de notre réunion du 3 novembre dernier, vous nous interrogiez sur les tendances possibles de variation de la valeur du patrimoine FPF au 31/12/2011 par rapport au 30/06/2011.

Compte tenu de notre connaissance du marché immobilier à ce jour, et sous réserve que ce dernier ne connaisse pas de modifications imprévisibles d'ici la fin de l'année, ce que les incertitudes de la conjoncture économique mondiale pourraient tout de même réserver, nous pensons qu'à état physique et juridique inchangés, la variation de valeur ne devrait pas excéder 2 ou 3 %, dans un sens ou dans l'autre ».

Compte tenu (i) des variations de taux de rendement observés historiquement et (ii) des avis de tendance formulés par les experts immobiliers en charge de l'évaluation du patrimoine de la Société au 30 juin 2011, **nous retenons une valeur par action selon la méthode de l'ANR comprise entre 126 € (hausse de 5% des taux de rendement) et 145 € (baisse de 5% des taux de rendement).**

⁽⁵⁾ M. Dorion a apporté la réserve suivante : « Nous vous rappelons que ce document ne peut s'entendre que comme un simple avis de tendance qui ne saurait engager notre responsabilité avant d'avoir réalisé l'intégralité des diligences nécessaires à la mission d'actualisation de valeurs devant intervenir dans les prochains jours ».

VII.1.2 Méthode des comparables boursiers

Nous retenons comme sociétés comparables les sociétés foncières françaises cotées sous le régime SIIC et possédant un patrimoine composé en majorité de bureaux situés en région parisienne.

Echantillon retenu des sociétés foncières comparables

Nom	Capitalisation boursière (M€)	LTV (%)	Patrimoine HD Pdg (M€)	Part de bureaux en % du patrimoine
	06/10/11	30/06/11	30/06/11	30/06/11
Gécina	4 198	43,9%	11 755	57,0%
Icade	3 213	38,2%	6 284	66,7%
Foncière des Régions	2 978	50,4%	8 934	72,1%
Silic	1 282	40,4%	3 513	81,0%
Société foncière lyonnaise	1 698	37,2%	3 044	71,0%
Cegereal	296	42,9%	862	100,0%
Moyenne	2 277	42,2%	5 732	74,6%
Médiane	2 338	41,6%	4 898	71,5%

Source : Bloomberg, Comptes semestriels 2011 des sociétés

Nous n'avons pas retenu la société SIIC de Paris car son flottant est limité (0,8% au 30 juin 2011) et sa liquidité faible.

De même, nous n'avons pas retenu la Société de la Tour Eiffel qui présente un niveau d'endettement élevé (ratio Loan to Value de 59% au 30 juin 2011) par comparaison à FPF (31,8% au 30 septembre 2011).

Nous avons conduit une analyse des comparables boursiers sur la base (i) des primes / décotes observées sur le cours de bourse par rapport aux ANR EPRA triple net publiés et (ii) des résultats nets récurrents sur la période 30 juin 2010 - 30 juin 2011.

Les résultats de notre analyse sont présentés ci-dessous :

Evaluation par les multiples boursiers

	Capitalisation boursière / ANR triple net au 30 juin 2011	Capitalisation boursière / Résultat net récurrent 30/06/2010 au 30/06/2011
Médiane de l'échantillon	72,0%	13,3x
Agrégat de FPF (€ / action)	132,9	10,2
Valeur induite de l'action FPF (€ / action)	95,6	135,8

Source : Bloomberg, sociétés

L'écart entre la valeur induite par le multiple de résultat net récurrent (135,8 €) et celle induite par le multiple d'ANR s'explique par la forte rentabilité de FPF.

Au titre de la Méthode des comparables boursiers, nous retenons une valeur comprise entre 95,6 € à 135,8 € par action.

VII.1.3 Méthode des transactions comparables

Nous avons retenu deux transactions comparables récentes : (i) l'acquisition par Icade de Compagnie La Lucette au cours du premier semestre 2010 et (ii) l'acquisition d'Eurosic par Batipart, via Monroe SA, au cours du deuxième semestre 2011.

(i) Acquisition de Compagnie La Lucette (« CLL ») par Icade

Cette acquisition a été réalisée en deux étapes :

- Acquisition d'un bloc structurant de 94.5%⁽⁶⁾ du capital auprès de MSREF, l'actionnaire majoritaire ;
- Offre publique d'achat simplifiée portant sur 5,5% du capital.

Valeur de FPF induite par la transaction Icade - CLL

	Prime / Décote sur l'ANR Triple net
Aquisition du bloc structurant	(4,7%)
Agrégats de Foncière Paris France au 30 juin 2011	132,9
Valeur induite de Foncière Paris France (€ / action)	126,7
Offre publique d'achat simplifiée	0,0%
Agrégats de Foncière Paris France au 30 juin 2011	132,9
Valeur induite de Foncière Paris France (€ / action)	132,9

Source : Note d'information

(ii) Acquisition d'Eurosic par Monroe SA

Cette opération a été conduite en deux étapes :

- Acquisition de 19,41% du capital auprès de Banque Palatine et Nexity Participations ;
- Offre publique d'achat sur le solde du capital aux mêmes conditions de prix.

Valeur de FPF induite par la transaction Eurosic - Monroe

	Prime / Décote sur l'ANR Triple net
Transaction / Offre publique d'achat	0,0%
Agrégats de Foncière Paris France au 30 juin 2011	132,9
Valeur induite de Foncière Paris France (€ / action)	132,9

Source : Note d'information

⁽⁶⁾ L'acquisition du bloc structurant s'est faite en deux étapes : d'abord la cession de 35% du capital de Compagnie La Lucette par MSREF à Icade à fin décembre 2009, puis l'apport en titres de MSREF à Icade pour 59,5% du capital en février 2010. La cession et l'apport en titres ont été valorisés à un prix unitaire identique.

Nous avons également étendu l'analyse des transactions comparables aux opérations associées à un changement de contrôle ou une prise de participation significative. A ce titre, nous avons retenu les transactions sur des foncières intervenues depuis 2002 qui sont détaillées ci-après :

1. Acquisition par Gécina de 95,1% du capital de Simco pour un montant de 2,6 Mds d'euros, soit 86 euros par action au cours du deuxième semestre 2002
2. Acquisition par GE Real Estate France de 88,8% de Sophia pour un montant de 1,4 Mds d'euros soit 41 euros par action
3. Acquisition par Immobiliara Colonial de 55,6% du capital de Société Foncière Lyonnaise en juin 2004 pour un prix offert de 38 euros par action valorisant la société à 759,2 millions d'euros
4. Acquisition par Foncière des Régions fin 2004 de 35,5% du capital de Bail Investissement pour un montant de 403,9 millions d'euros
5. Acquisition de 38,5% du capital de Gécina par Metrovacesa au cours du premier semestre 2005 pour un montant de 5,1 Mds d'euros
6. Acquisition par Artemis Beteiligungs de 99% du capital de Dock Lyonnais pour un montant de 58,5 millions d'euros à fin novembre 2005
7. Acquisition par Realia de 73,1% du capital de SIIC de Paris pour un montant de 428 millions d'euros en mai 2006
8. Acquisition par Assurances du Crédit Mutuel Vie (ACM Vie), au cours du second semestre 2006, de 81,7% du capital de Foncière Massena pour un prix offert de 12,3 euros par action
9. Acquisition par Immobiliara Colonial de 10,3% du capital de Société Foncière Lyonnaise pour un montant de 244,4 millions d'euros, soit un prix par action de 55 euros au cours du deuxième semestre 2006
10. Acquisition par Icade de 94,5% du capital de Compagnie La Lucette auprès de MSREF (cf. supra) à fin 2009, début 2010
11. Acquisition par Société Foncière Lyonnaise de 30% du capital de Siic de Paris par un apport de deux immeubles d'une valeur de 286 millions d'euros au cours du deuxième semestre 2010
12. Acquisition par Monroe de 19,41% du capital d'Eurosic auprès de Nexity participations et de la Banque Palatine au cours du premier semestre 2011 (cf. supra)

Le graphique ci-après positionne ces transactions au regard de l'évolution des indices boursiers.

Evolution de l'indice REIT Europe et SBF 120 rebasé au 31 décembre 2002



Source : Bloomberg, Thomson Deals

Note : La cotation de l'indice REIT Europe index a débuté le 31/12/2002, ainsi la transaction n°1 entre Gécina et Simco antérieure à cette date n'est pas indiquée sur le graphique

Nous avons calculé les primes / décotes sur l'ANR hors droits induites par ces transactions :

Prime / Décote sur l'ANR hors droits induites par ces transactions depuis 2002

N°	Date d'annonce	Date de réalisation	Cible	Acquéreur	Prix / action offert (€)	ANR hors droit retraité (€ / action)	Prime / Décote (%)
12	12/05/11	15/06/11	Eurosic	Monroe	34,3	34,3	0,0%
11	21/10/10	27/12/10	SIIC de Paris	SFL	18,5	20,7	(10,7%)
10	23/12/09	17/02/10	Cie la Lucette	Icade	9,6	10,1	(4,7%)
9	12/10/06	07/12/06	SFL	Immobiliara Colonial	55,0	48,4	13,6%
8	27/09/06	09/01/07	Foncière Massena	ACM Vie	12,5	8,4	48,6%
7	11/05/06	11/05/06	SIIC de Paris	Realia	300,0	201,7	48,7%
6	24/11/05	24/11/05	Docks Lyonnais	Artemis Beteiligungs	53,6	49,9	7,3%
5	14/03/05	01/06/05	Gecina	Metrovacesa	87,7	76,0	15,3%
4	07/12/04	03/02/05	Bail Investissement	Foncière des Régions	31,0	26,8	15,7%
3	09/06/04	09/06/04	SFL	Immobiliara Colonial	38,0	34,9	8,9%
2	03/11/03	20/01/04	Sophia	GE Capital Real Estate	41,0	42,2	(2,8%)
1	07/08/02	04/11/02	Simco	Gecina	86,0	92,5	(7,0%)
Moyenne sur les 3 dernières transactions (depuis 2009)							(5,1%)
Moyenne depuis 2002							11,1%

Source : Thomson Deals, Sociétés et Notes d'information

Sur la base des transactions dans le secteur des foncières, on constate trois cycles : (i) acquisition de foncières en décote limitée de l'ANR jusqu'à fin 2003, (ii) prise de participation avec des primes sur l'ANR comprise entre 7,3% et 48,7% entre 2004 et fin 2006 et (iii) acquisitions en décote limitée sur l'ANR ou à l'ANR depuis 2009. Depuis 2002, nous n'avons pas eu connaissance d'une acquisition avec un changement de contrôle induisant une décote supérieure à 11% de l'ANR hors droit.

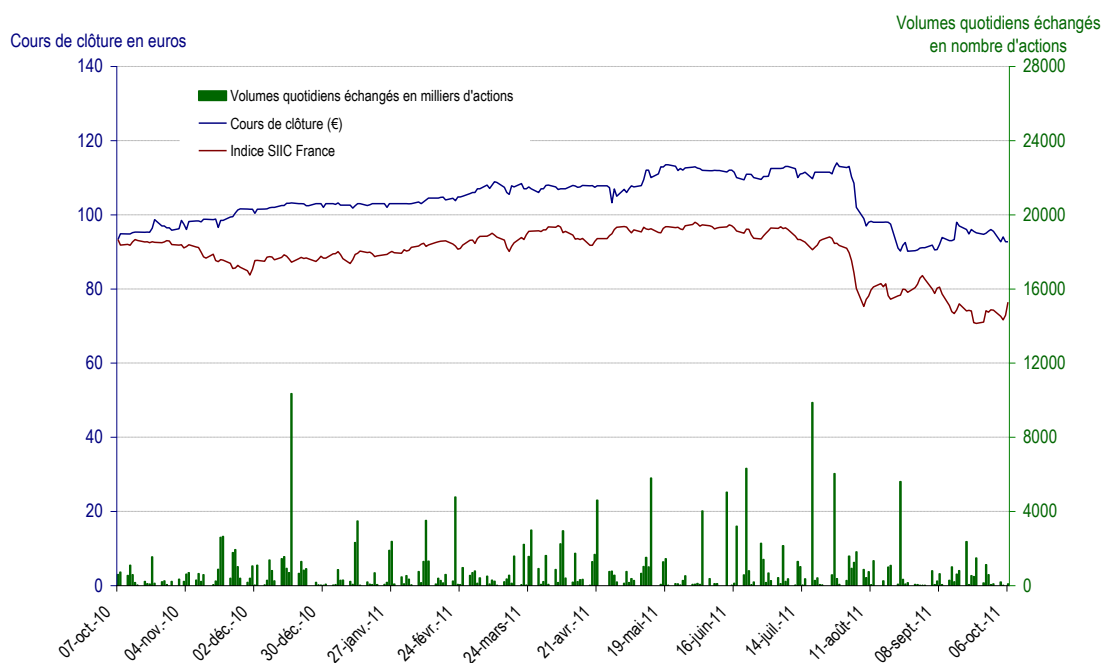
VII.2 Références d'évaluations

VII.2.1 Performance boursière

Nous avons retenu comme période de référence pour la performance boursière de l'action la période de 12 mois se terminant le 6 octobre 2011, dernier jour de cotation avant le dépôt par PHRV du projet d'Offre.

Sur cette période, 205 865 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 11,8% du capital⁽⁷⁾, ce qui traduit une faible liquidité. L'action FPF a surperformé l'indice SIIC France de 21,3%.

Cours de bourse de FPF sur 1 an au 6 octobre 2011 et volumes quotidiens échangés (*)



Source : Bloomberg

(*) En cas d'absence de volume et donc de cours, le dernier cours disponible est retenu

Les différents cours et moyennes pondérées observés sur les 12 derniers mois à la date de référence du 6 octobre 2011 font ressortir des valeurs par action FPF illustrées dans le tableau suivant :

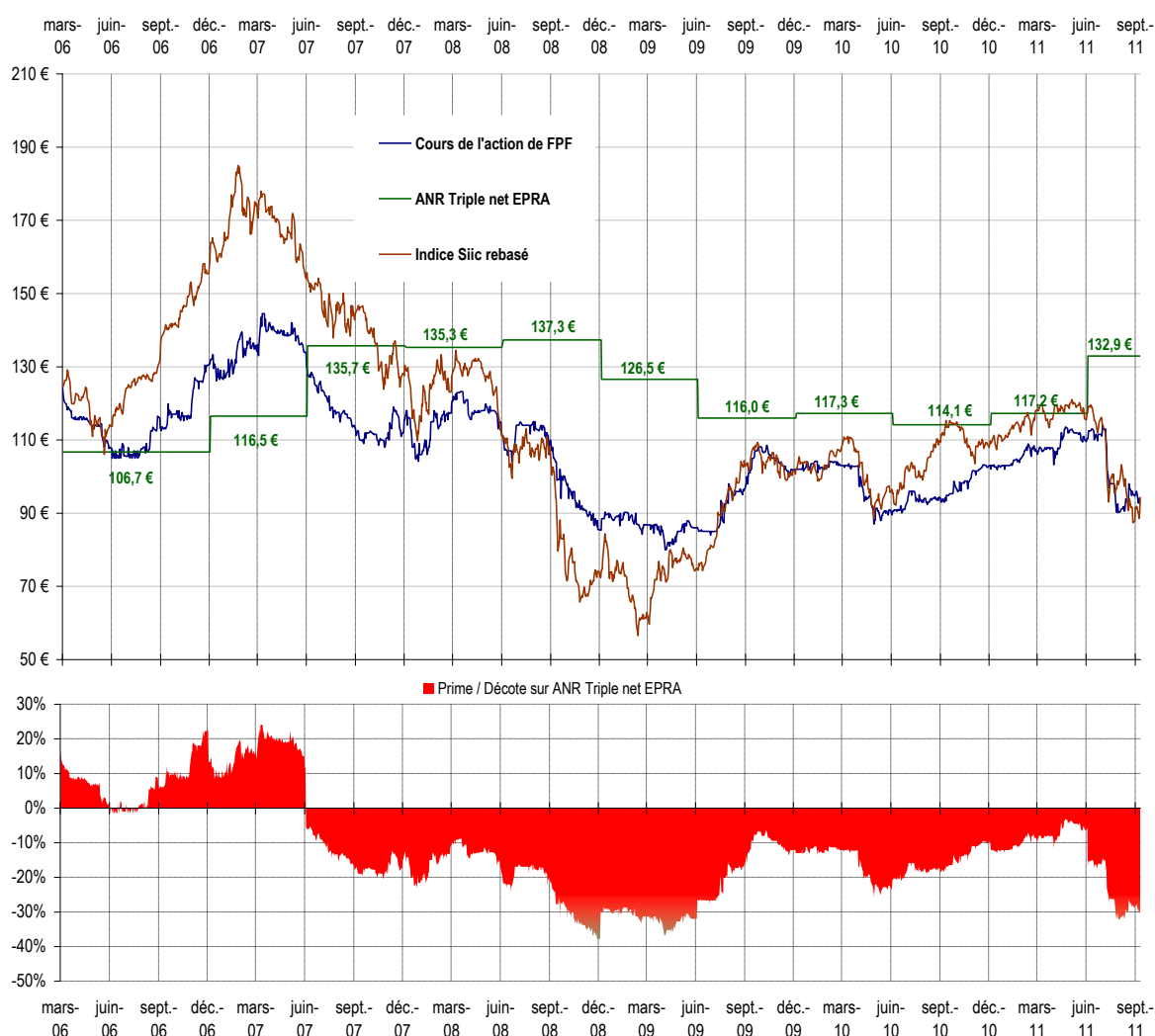
	A la date du 06-oct-11	Prime implicite (%)
A la clôture	92,72 €	(7,9%)
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse	94,96 €	(5,3%)
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse	95,34 €	(4,9%)
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois	102,82 €	2,7%
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois	106,68 €	6,3%
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois	104,84 €	4,6%
Plus haut sur 12 mois	113,98 €	12,3%
Plus bas sur 12 mois	90,17 €	(10,9%)

Source : Bloomberg

Nous avons également conduit une analyse, présentée dans le graphe ci-après, sur les primes et décotes observées sur l'ANR triple net depuis l'introduction en bourse de FPF.

⁽⁷⁾ Sur la base d'un capital composé de 1 739 958 actions.

Performance boursière depuis l'introduction en bourse (mars 2006) de FPF comparée à l'indice SIIC ANR EPRA triple net reconstitué depuis mars 2006 et prime/décote sur ANR du cours de bourse



Source : Bloomberg, Comptes semestriel 2011

Le cours actuel de l'action FPF correspond à un niveau de décote d'ANR parmi les plus hauts observés depuis l'introduction en bourse de la Société.

VII.2.2 Acquisition de blocs

Le 31 mars 2011, PHRV et Cofitem-Cofimur ont acquis des actions de FPF hors marché auprès de Groupe Forum au prix de 105 euros par action (y compris dividende de 5,75 euros qui a été détaché le 25 avril 2011).

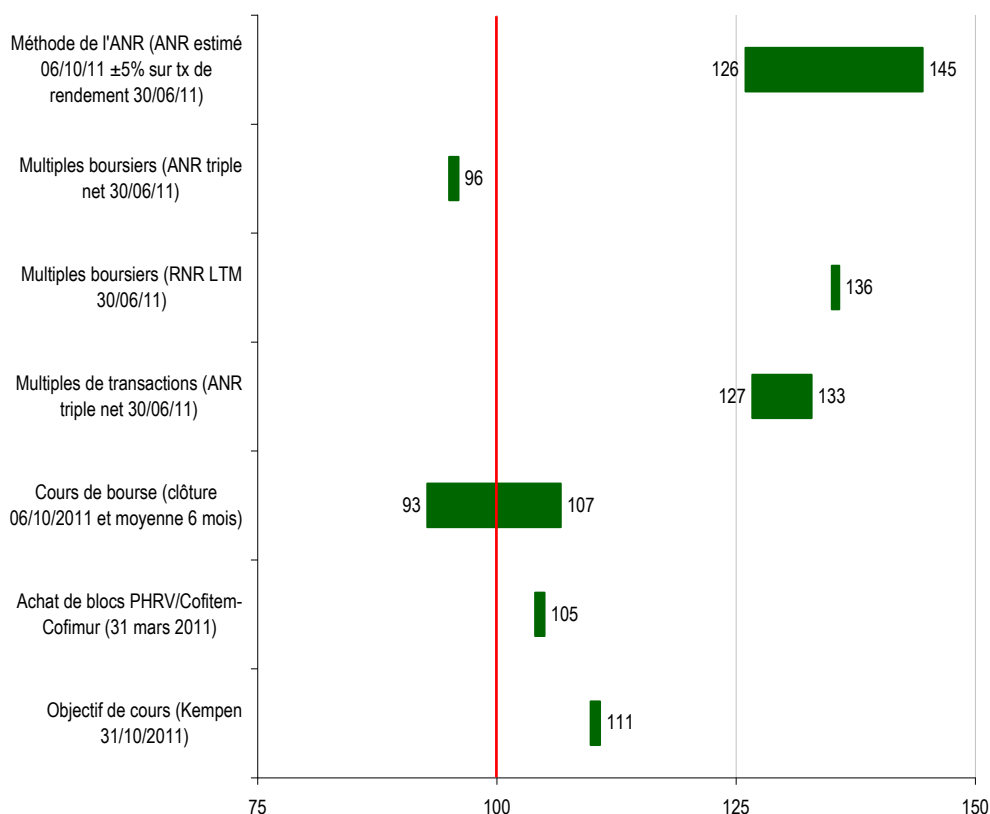
VII.2.3 Objectifs de cours des analystes

Deux bureaux d'analystes, Kempen & Co et Invest Securities suivent la Société avec des recommandations et des objectifs de cours réguliers sur le titre. Le 31 octobre 2011, Kempen & Co a publié un objectif de cours révisé de 110,8 € (117,5 € au 19 juin 2011). Le 17 octobre 2011, Invest Securities a publié une note intitulée « *OPA au rabais par PHRV* » qui recommande aux actionnaires de FPF de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

VII.3 Synthèse de l'approche d'évaluation multicritères

La valeur de l'action FPF suivant les différentes méthodes d'évaluation et les références d'évaluation que nous avons mises en œuvre est la suivante :

Méthodes	Minimum	Maximum
<i>Approche intrinsèque</i>		
Méthode de l'ANR	126 €	145 €
ANR EPRA triple net estimé 06/10/11 $\pm 5\%$ sur taux de rendement 30/06/11	+5% sur tx	-5% sur tx
<i>Approche analogique</i>		
<u>Multiples de sociétés comparables</u>		
ANR EPRA triple net au 30/06/11		96 €
Résultat net récurrent (LTM 30/06 pro forma SAGI IE)		136 €
<u>Multiples de transactions</u>		
ANR EPRA triple net au 30/06/11	127 €	133 €
<i>Références d'évaluation</i>		
Cours de bourse (clôture 06/10/2011 et moyenne 6 mois)	93 €	107 €
Achat de blocs par PHRV et Cofitem-Cofimur (31 mars 2011)		105 €
Objectif de cours (Kempen 31/10/2011)		111 €



VIII. Analyse des conditions financières de l'Offre sur les BSA et les OSRA

VIII. 1. BSA 2005

Caractéristiques des instruments

Les bons de souscription d'actions ont été émis par décision des actionnaires de FPF réunis en assemblée générale extraordinaire le 8 juillet 2005.

Leurs principales caractéristiques sont rappelées ci-dessous :

- Prix d'exercice : 94,86 €
- Parité d'exercice : une action par BSA
- Période d'exercice : à tout moment entre le 1^{er} janvier 2009 et le 31 décembre 2013 (maturité des BSA) sous conditions⁽⁸⁾ et à tout moment, sans condition, en cas d'offre d'achat ou d'échange sur les titres de la Société

Il est par ailleurs prévu qu'en cas de distribution de réserves en espèces ou en titres, des montants seront réservés dans les comptes de la Société aux porteurs des BSA (sur la base des montants distribués par action et en proportion du nombre d'actions auxquelles donnerait droit l'exercice des BSA). Ces montants leur seront versés à la date d'exercice. Au 6 octobre 2011, sur la base des distributions de prime d'émission intervenues au cours des derniers exercices, la réserve correspondante s'élève à 9,25 € par BSA 2005.

Méthode d'évaluation

Chaque BSA 2005 peut être appréhendée comme une option d'achat (call) de type américain (c'est-à-dire exerçable à tout moment jusqu'à maturité) ayant les caractéristiques suivantes :

- Sous-jacent : action FPF
- Prix d'exercice : 85,61 €, soit le prix d'exercice initial de 94,86 € diminué des réserves à hauteur de 9,25 € par BSA
- Maturité : 31 décembre 2013, soit 2,24 années après le 6 octobre 2011

Nous retenons la méthode d'évaluation développée par Fischer Black qui permet d'approcher la valeur d'un call américain sur une action à dividendes discrets connus comme la valeur maximum de 2 calls : (i) un call européen ayant la même échéance que l'option (« **Call 1** ») et (ii) un call européen ayant pour échéance la date du dernier dividende à percevoir pendant la durée de vie de l'option (« **Call 2** »).

L'évaluation de chaque call européen est réalisée en utilisant le modèle développé par Fischer Black et Myron Scholes en 1973 pour l'évaluation des actions européennes (BS). FPF, foncière cotée placée sous le régime SIIC, distribue régulièrement des dividendes d'un montant élevé par rapport à son cours de bourse. De ce fait, l'utilisation du modèle d'évaluation nécessite de prendre en compte deux types d'ajustements :

⁽⁸⁾ Les conditions – qui ne sont pas applicables en situation d'offre d'achat ou d'échange sur les titres de la Société – correspondent à l'atteinte de seuils de valeurs nettes comptables des immobilisations corporelles et financières au bilan consolidé de la Société en fin d'exercice. La réalisation de chaque condition de seuil de valeur rend exerçable une quotité de 20% des BSA 2005. Avec une valeur de patrimoine hors droits de 693 M€ au 30 juin 2011, 80% des BSA 2005 sont d'ores et déjà exerçables. Dès que le patrimoine dépassera la valeur de 700 M€, l'intégralité des BSA 2005 seront exerçables et toutes les conditions auront été réalisées.

- La baisse du prix de référence de l'action à la date d'évaluation d'un montant correspondant à la valeur actualisée au taux sans risque des dividendes à percevoir jusqu'à l'échéance des BSA 2005, en considérant que le montant et les dates de versement des dividendes jusqu'à l'échéance peuvent être estimés de manière fiable (ce qui revient, d'un point de vue théorique, à les supposer connus avec certitude)⁽⁹⁾ ;
- L'ajustement de la volatilité de l'action pour ne refléter que la volatilité de sa seule composante risquée (c'est-à-dire indépendamment de la volatilité attachée aux dividendes à recevoir jusqu'à l'échéance de l'option).

En partant d'un niveau de volatilité totale de l'action FPF, nous considérons 4 méthodes qui permettent de déterminer différents niveaux de volatilité attachée à la composante risquée de l'action :

- Un niveau égale à la volatilité totale de l'action, qui correspond à l'absence d'ajustement sur la volatilité totale de l'action (méthode désignée ci-après par : « Vol_0 »)
- Un niveau égale à la volatilité totale de l'action multipliée par le rapport du prix de référence de l'action sur le prix de référence diminué de la valeur actualisée des dividendes à verser jusqu'à l'échéance de l'option (méthode « Vol_1 »)⁽¹⁰⁾.
- Une volatilité ajustée tenant compte des dates de versement de dividendes, qui peut s'appréhender comme une moyenne des volatilités retraitées selon la méthode Vol_1 sur différents intervalles de temps : entre la date d'évaluation et la date de détachement du premier dividende, entre deux dates de détachement de dividendes et entre la date de détachement du dernier dividende et l'échéance de l'option (méthode « Vol_2 »)⁽¹¹⁾.
- Une volatilité ajustée selon la méthode développée par Bos et al.⁽¹²⁾ (méthode « Vol_3 »).

Les formules de calcul de ces trois ajustements sont présentées en Annexe.

Nous précisons par ailleurs que la méthodologie retenue n'intègre pas de décote liée à la faible liquidité du titre FPF. Cette faible liquidité pourrait conduire, en pratique, à des coûts de prêt-emprunt de titres significatifs dans le cadre d'une réplcation en continu d'un portefeuille de couverture par transposition du cadre conceptuel du modèle BS.

La méthodologie retenue est conforme en cela à celle mise en œuvre par Invest Securities lors de l'émission des BSA 2010.

⁽⁹⁾ Cet ajustement vise à neutraliser les baisses de cours qui suivent les dates de détachement des dividendes (dates ex-div). Après ces dates, les actionnaires n'ont plus droit aux dividendes mis en distribution au titre de la période passée et le cours s'ajuste en conséquence, d'autant plus brutalement que les montants de dividendes sont importants. Une telle baisse brutale des cours est incompatible avec l'hypothèse d'évolution des cours suivant un mouvement brownien géométrique, qui est l'une des hypothèses centrales du modèle BS. L'ajustement proposé consiste à déduire du cours la valeur actualisée des dividendes futurs, supposés connus avec certitude, de façon à n'appréhender dans le modèle BS que les variations de cours « risquées », c'est-à-dire hors dividendes à recevoir jusqu'à l'échéance de l'option.

⁽¹⁰⁾ Cet ajustement a été mis en avant notamment par Chriss en 1997 (Chriss, Neil A., *Black-Scholes and Beyond: Option Pricing Models*, New York, New York: McGraw-Hill, 1997)

⁽¹¹⁾ Cf. Haug and Haug, « A New Look at Pricing Options with Time Varying Volatility », 1998 ; Bender, Reimer and Ton Vorst, « Options on Dividends Paying Stocks, » in « Proceedings of the International Conference on Mathematical Finance » Shanghai 2001.

⁽¹²⁾ Cf. Bos, Remco, Alexander Gairat, and Anna Shepeleva, « Dealing with Discrete Dividends, » *Risk*, January 2003, 16 (1), 109-112.

Hypothèses

Date d'évaluation

Les BSA 2005 sont évalués au 6 octobre 2011.

Valeur de référence du sous-jacent

Pour le Call 1, nous retenons la valeur correspondant au prix d'Offre (100 €), retraitée des dividendes attendus au 29 avril 2012 et 29 avril 2013 (sous l'hypothèse d'une distribution de 6,25 €) actualisés au taux Euro swap après interpolation linéaire sur les maturités encadrant les dates de versement (soit 1,59%).

Pour le Call 2, nous retenons la valeur correspondant au prix d'Offre (100 €), retraitée du dividende au 29 avril 2012 actualisé selon la même méthode.

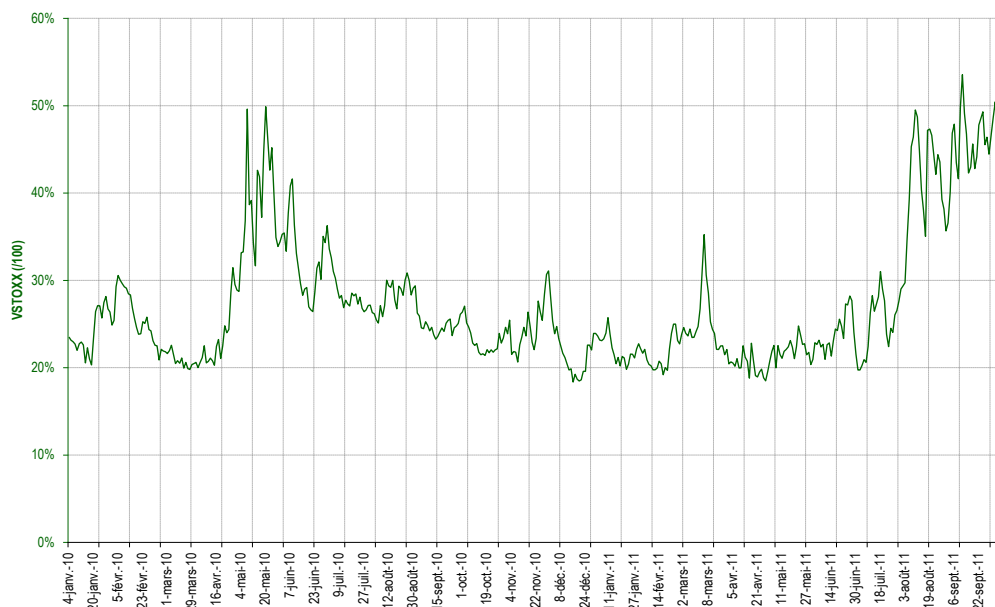
Taux sans risque

Nous retenons le taux de l'Euro-swap, à partir d'une interpolation linéaire entre les maturités à 2 et 3 ans qui encadrent l'échéance de l'option, soit 1,59%.

Volatilité

La volatilité anticipée à court terme sur les marchés actions telle qu'elle ressort de l'indice Euro Stoxx 50 Volatility – VSTOXX (construit à partir des volatilités induites par les prix observés sur les options ayant pour sous-jacent l'indice Euro Stoxx 50) a dépassé 40% depuis début août 2011.

Evolution de l'indice VSTOXX depuis le 1^{er} janvier 2010



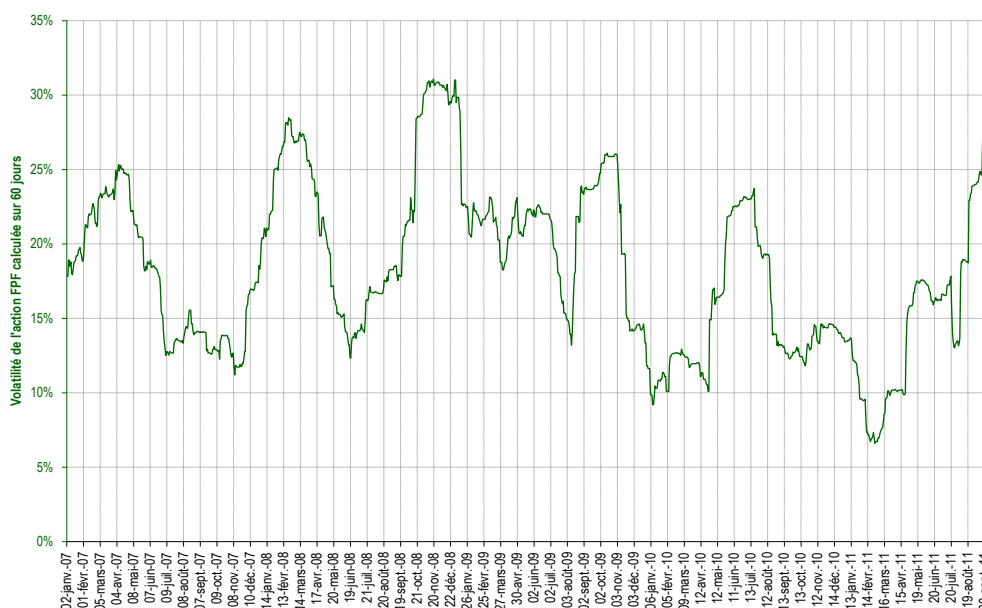
Source : Bloomberg

Par ailleurs, le rapport entre la volatilité observée de l'action FPF (calculée sur 60 jours) et celle de l'Euro Stoxx 50 s'établit à environ 70% depuis cette date. Ainsi, pour refléter les conditions actuelles de forte volatilité des marchés actions, nous retenons à court terme une volatilité attendue sur l'action FPF de 28% (40% x 70%).

Afin de prendre en compte un possible retour à moyen terme à des niveaux de volatilité plus comparables à ceux observés sur les périodes passées, nous retenons à moyen

terme une volatilité attendue de l'action FPF de 17%, reflet des niveaux historiquement observés en moyenne.

Volatilité à 60 jours de l'action FPF depuis le 1^{er} janvier 2007



Source : Bloomberg et calculs DA

Compte tenu de l'échéance des BSA 2005 (2,2 ans), nous considérons comme paramètre de volatilité total de l'action FPF une moyenne de ces 2 valeurs, soit 22,5%.

Les ajustements présentés précédemment nous conduisent ainsi à retenir des volatilités ajustées de 22,5% (Vol_0), 25,7% (Vol_1), 24,0% (Vol_2) et 23,8% (Vol_3) pour le Call 1 et de 22,5% (Vol_0), 24,0% (Vol_1), 23,0% (Vol_2) et 23,0% (Vol_3) pour le Call 2.

Résultats

Sur la base de ces hypothèses, la valeur des BSA 2005 ressort, en moyenne des différentes méthodes d'ajustement de volatilité, à 16,16 € :

	Call 1	Call 2	Max (Call 1; Call 2)
Vol_0	14,10 €	15,90 €	15,90 €
Vol_1	15,66 €	16,50 €	16,50 €
Vol_2	14,84 €	16,12 €	16,12 €
Vol_3	14,76 €	16,11 €	16,11 €
Moyenne			16,16 €

Une volatilité totale de l'action inférieure de 5 points conduirait à une valeur de 14,13 €.
Une volatilité supérieure de 5 points conduirait à une valeur de 18,25 €.

VIII.2. BSA 2010

Caractéristiques des instruments

Les bons de souscription d'actions ont été émis sur proposition du conseil d'administration réuni le 2 décembre 2010.

Leurs principales caractéristiques sont présentées ci-dessous :

- Prix d'exercice : 110 euros
- Parité d'exercice : une action pour 10 BSA
- Période d'exercice : à tout moment, du 23 décembre 2010 au 22 décembre 2013 (maturité)

Il est par ailleurs prévu qu'en cas de distribution de réserves en espèces ou en titres, des montants seront réservés dans les comptes de la Société aux porteurs des BSA 2010 (sur la base des montants distribués par action et en proportion du nombre d'actions auxquelles donnerait droit l'exercice des BSA 2010). Ces montants leur seront versés à la date d'exercice sous la forme d'un ajustement de la parité. Au 6 octobre 2011, sur la base des distributions de prime d'émission intervenues depuis l'émission des BSA 2010, la réserve correspondante s'élève à 2,39 € par BSA 2010.

Les BSA 2010 font l'objet d'une cotation sur Nyse Euronext Paris. Entre la date d'émission (23 décembre 2010) et le 6 octobre 2011, on observe des échanges sur 95 jours de bourse (soit environ un jour sur deux), avec un volume total échangé de 169 421 BSA 2010 (soit 9,8% des BSA émis). Les échanges ont été réalisés entre 0,42 € et 1,48 € par BSA, avec un prix moyen d'échange de 0,71 €.

Méthode d'évaluation

Chaque BSA 2010 peut être appréhendée comme une option d'achat (call) de type américain (c'est-à-dire exerçable à tout moment jusqu'à maturité) ayant les caractéristiques suivantes :

- Sous-jacent : action FPF
- Prix d'exercice : 107,61 €, soit le prix d'exercice initial de 110,00 € diminué des réserves à hauteur de 2,39 € par BSA 2010
- Maturité : 22 décembre 2013, soit 2,21 années après le 6 octobre 2011

Nous retenons une méthode d'évaluation identique à celle mise en œuvre pour l'évaluation des BSA 2005.

Hypothèses

Les hypothèses considérées sont identiques à celles retenues pour l'évaluation des BSA 2005.

Résultats

Sur la base de ces hypothèses, la valeur des BSA 2010 ressort, en moyenne des différentes méthodes d'ajustement de volatilité, à 0,70 € :

	Call 1	Call 2	Max (Call 1; Call 2)
Vol_0	0,62 €	0,64 €	0,64 €
Vol_1	0,78 €	0,71 €	0,78 €
Vol_2	0,70 €	0,67 €	0,70 €
Vol_3	0,69 €	0,66 €	0,69 €
Moyenne			0,70 €

Une volatilité totale de l'action inférieure de 5 points conduirait à une valeur de 0,45 €. Une volatilité supérieure de 5 points conduirait à une valeur de 0,97 €.

VIII.3. OSRA 2006

Caractéristiques de l'instrument

Emises le 6 février 2006 avec une valeur nominale de 106,40 euros, les OSRA 2006 ont pour date d'échéance le 30 avril 2013.

Les OSRA 2006 et leurs intérêts sont subordonnés à l'égard des dettes bancaires et financières de la Société.

Les intérêts sur les OSRA 2006 sont versés annuellement à chaque date anniversaire de la date d'émission, pour un montant égal au plus élevé de (i) 2% de la valeur du nominal et (ii) le montant du dividende par actions.

Les OSRA 2006 sont cessibles mais non cotées.

A l'échéance, ou chaque 30 avril à partir du 30 avril 2013 à la demande du porteur, les OSRA 2006 seront remboursées contre une action de la Société.

En cas d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, chaque porteur peut demander le remboursement de ses OSRA 2006 en actions (selon la parité alors en vigueur) ou en numéraire au prix d'émission.

Méthode d'évaluation

En l'absence d'offre publique d'achat, compte tenu de la maturité résiduelle courte de l'OSRA 2006 (1,6 année au 6 octobre 2011), sa détention peut s'apparenter à la détention d'une action à laquelle s'ajoute le montant des réserves à hauteur de 9,25 € (suivant les mêmes dispositions que celles attachées aux BSA 2005).

Sur ces bases et en considérant un cours de référence de l'action de 100 € (prix d'Offre), la valeur unitaire des OSRA 2006 ressortirait à 109,25 €.

L'Offre donne cependant au porteur la possibilité d'un remboursement en numéraire au prix d'émission. Ainsi, sur la base d'un dividende attendu de 6,25 € au titre de l'exercice 2011, la valeur au 9 janvier 2012 (règlement-livraison envisagé de l'Offre) ressort à 110,65 €, soit la valeur nominale de 106,40 € augmenté de l'intérêt couru de 4,25 €.

VIII.4. OSRA 2010

Caractéristiques de l'instrument

Emises le 22 décembre 2010 avec une valeur nominale de 110,00 euros, les OSRA 2010 arrivent à échéance au 22 décembre 2017 ou au 22 décembre 2020 sur décision du porteur.

Les OSRA 2010 et leurs intérêts sont subordonnés à l'égard des dettes bancaires et financières de la Société.

Les intérêts sur les OSRA 2010 sont versés annuellement à chaque date anniversaire de la date d'émission. Ils sont égaux à 6,50 % de la valeur nominale jusqu'au 22 décembre 2014, puis au plus élevé de (i) 2% de la valeur du nominal et (ii) le montant de la part du dividende par action non distribué sur les réserves.

Les OSRA 2010 sont cessibles mais non cotées.

A l'échéance ou à chaque date d'anniversaire à la demande du porteur, les OSRA 2010 seront remboursées contre une action de la Société. Si le prix moyen de marché des actions est inférieur à 100 €, cette parité sera ajustée à la hausse en la multipliant par le ratio 110 / prix moyen de marché. Si le prix moyen de marché est inférieur à 110 € mais supérieur à 100 €, la parité ne sera pas ajustée mais la différence entre le prix moyen de marché et 110 € sera versée au porteur.

En cas d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, chaque porteur peut demander le remboursement des OSRA 2010 en numéraire (au prix d'émission augmenté des intérêts courus).

Méthode d'évaluation

L'OSRA 2010 peut se décomposer en :

- Une composante obligataire versant le coupon prévu au contrat et ayant une maturité de 7 ans (ou 10 ans à la main du porteur) ;
- Une option d'achat (call) de type américain de maturité 7 ou 10 ans, ayant pour sous-jacent l'action FPF et comme prix d'exercice 107,61 €, soit 110 euros (nominal de l'OSRA) diminué du montant des réserves (2,39 €).

Nous évaluons l'OSRA 2010 indépendamment du coupon dont la distribution est prévue le 22 décembre 2011.

La valeur de l'OSRA 2010 est retenue égale au maximum (i) du prix d'émission augmenté des intérêts courus au 9 janvier 2012 (soit l'hypothèse d'un remboursement en numéraire à la date de règlement-livraison envisagée pour l'Offre) et (ii) de la somme des valeurs des deux composantes rappelées ci-avant au 22 décembre 2011 (après versement du coupon) augmentée des intérêts courus au 9 janvier 2012.

Au 9 janvier 2012, le remboursement en numéraire de l'OSRA 2010 donnerait lieu à un remboursement de 110,35 €, soit le nominal de 110 € augmenté des intérêts courus de 0,35 €.

En considérant que le profil de risque de la Société n'a pas significativement évolué depuis l'émission des OSRA 2010 le 22 décembre 2010, nous retenons une valeur de la composante obligataire inchangée depuis la date d'émission.

Compte tenu d'une part, d'une maturité longue de la composante optionnelle rendant limité l'impact de la hausse de la volatilité à court terme et de la diminution d'un an de sa durée de vie (les deux effets étant de plus de sens contraire sur la valeur), et d'autre part d'une valeur du sous-jacent à la date d'émission des OSRA 2010 proche du prix d'Offre (102,95 € au 22 décembre 2011), nous retenons une valeur de cette composante optionnelle inchangée depuis la date d'émission.

Ainsi, la valeur totale de l'OSRA 2010, dans cette approche comme dans celle qui prend en compte le remboursement en numéraire au 9 janvier 2012 en situation d'offre publique, ressort à 110,35 €, soit le coupon couru de 0,35 € ajouté à la valeur de 110 €, qui correspond à la somme des valeurs des composantes obligataire et optionnelle estimées inchangées depuis la date d'émission il y a moins d'un an.

Nous retenons donc une valeur de l'OSRA 2010 égale à 110,35 € (hors coupon du 22 décembre 2011).

VIII.5. Synthèse des résultats

Nous présentons ci-dessous la synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation des BSA 2005, des BSA 2010, des OSRA 2006 et des OSRA 2010 basés sur le prix d'Offre de l'action FPF (100 €).

	BSA 2005	BSA 2010
Prix d'Offre	14,00 €	0,50 €
Evaluation - Détoyat Associés	16,16 €	0,70 €
Prime / (Décote) induite par le prix d'Offre	(13%)	(29%)

	OSRA 2006	OSRA 2010 (*)
Prix d'Offre	110,40 €	110,35 €
Evaluation - Détoyat Associés	110,65 €	110,35 €
Prime / (Décote) induite par le prix d'Offre	(0,2%)	0,0%

(*) Hors coupon du 22 décembre 2011

Nous présentons ci-après une sensibilité de la valeur de ces titres à la valeur de référence de l'action FPF retenue :

Valeur de référence de l'action FPF	BSA 2005			BSA 2010			OSRA 2006	OSRA 2010
	Valeur Temps	Valeur Intrinsèque	Valeur totale	Valeur Temps	Valeur Intrinsèque	Valeur totale		
100 €	1,77 €	14,39 €	16,16 €	0,70 €	0,00 €	0,70 €	110,65 €	110,35 €
110 €	0 €	24 €	24 €	0,9 €	0,2 €	1,1 €	119 €	114 €
120 €	0 €	34 €	34 €	0,5 €	1,2 €	1,7 €	129 €	122 €
130 €	0 €	44 €	44 €	0,2 €	2,2 €	2,5 €	139 €	132 €
135 €	0 €	49 €	49 €	0,1 €	2,7 €	2,8 €	144 €	137 €

IX. Analyse des travaux de la banque présentatrice de l'Offre

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Natixis en qualité de banque présentatrice. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information établie par PHRV.

Détroyat Associés a rencontré l'équipe de Natixis en charge de l'Offre et échangé des informations sur les méthodes et les paramètres d'évaluation des titres de la Société retenus par Natixis.

IX.1. Eléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actions

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation retenues pour l'appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actions sont identiques.

Les résultats de nos travaux et de ceux de Natixis sont présentés ci-dessous :

Synthèses des évaluations	Valeur de l'action FPF (en €)				Prime / Décote induite par le prix de l'Offre			
	Banque présentatrice		Expert indépendant		Banque présentatrice		Expert indépendant	
	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum
Méthode de l'ANR	111 €	133 €	126 €	145 €	(10,3%)	(24,8%)	(20,6%)	(30,8%)
Multiples boursiers (ANR triple net)	72 €	94 €	96 €		39,5%	6,3%	4,2%	
Multiples boursiers (RNR)	91 €	99 €	136 €		10,1%	1,0%	(26,4%)	
Multiples de transactions (ANR triple net 30/06/11)	127 €	133 €	127 €	133 €	(21,0%)	(24,8%)	(21,1%)	(24,8%)
Multiples de transactions (RNR)	78 €	153 €	NA		28,8%	(34,7%)	NA	
Cours de bourse (clôture 06/10/2011 et moyenne 6 mois)	93 €	107 €	93 €	107 €	7,9%	(6,1%)	7,9%	(6,3%)
Achat de blocs PHRV/Cofitem-Cofimur (31 mars 2011)		99 €	99 €		0,8%		0,8%	
Objectif de cours (Kempen 31/10/2011)		NA	111 €		NA		(9,7%)	

Méthodes d'évaluation

Méthode intrinsèque (ANR)

La fourchette de valeurs retenue par Natixis intègre, comme borne haute, l'ANR EPRA triple net par action au 30 juin 2011 (133 €) et comme borne basse l'ANR par action au 31 décembre 2010 retraité des dividendes versés en 2011 (111 €).

Nous avons privilégié une analyse centrée sur l'ANR au 30 juin 2011 (majoré du résultat net récurrent estimé sur la période 30 juin 2011 – 6 octobre 2011) en retenant comme intervalle de valeurs les ANR estimés à partir d'une hypothèse de hausse de 5% (borne basse de 126 €) et d'une hypothèse de baisse de 5% (borne haute de 145 €) des taux de rendement sous-tendant la valeur d'expertise des actifs hors droits au 30 juin 2011.

Les conclusions de nos travaux sont similaires à celles de Natixis : le prix d'Offre présente une décote significative par rapport aux valeurs d'ANR.

Méthodes analogiques

A la différence de Natixis, notre échantillon de sociétés comparables n'intègre pas les sociétés SIIC de Paris (dont nous avons jugé le flottant et la liquidité du titre trop limités) et Société de la Tour Eiffel (qui présente un ratio LTV très élevé – 59% au 30 juin 2011).

Concernant l'analyse des décotes boursières sur ANR, nous avons retenu l'ANR au 30 juin 2011 sans prendre en compte, à la différence de Natixis, l'ANR au 31 décembre 2010.

L'analyse des multiples de résultat net récurrent a été conduite par Natixis sur la base des données au 31 décembre 2010. Nous avons privilégié une analyse sur la période 30 juin 2010 – 30 juin 2011 pro forma de l'acquisition de SAGI IE.

Les deux transactions comparables récentes retenues dans notre analyse et dans celle de Natixis sont identiques (Eurosic et Compagnie La Lucette). Nous avons par ailleurs complété nos travaux par une revue sur plus longue période des primes et décotes d'ANR observées sur des transactions de foncières de bureaux.

Il ressort des analyses de Natixis comme des nôtres (i) que le prix d'Offre est en ligne avec les décotes d'ANR actuellement observées sur les comparables boursiers et (ii) que les prix auxquels ont été effectuées les transactions récentes sur des foncières de bureaux n'ont pas induit de décotes sur ANR d'un niveau comparable à celle correspondant au prix d'Offre sur FPF.

Références d'évaluation

Objectifs de cours des analystes

A la différence de Natixis, nous avons retenu comme référence d'évaluation l'objectif de cours publié par Kempen.

IX.2. Eléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre pour les BSA et les OSRA

IX.2.1. BSA 2005 et BSA 2010

Méthodologie

Pour évaluer les BSA 2005 et 2010, Natixis a utilisé un modèle binomial (Cox, Ross & Rubinstein).

Nous avons privilégié la mise en œuvre de la méthodologie développée par Fischer Black, basée sur l'utilisation de la formule de Black & Scholes.

Natixis intègre dans sa modélisation des coûts de prêt-emprunt de titres à des niveaux supposés refléter les coûts que devrait supporter un opérateur de marché pour conduire une stratégie de couverture de ces instruments optionnels sur leur durée de vie.

Les coûts retenus par Natixis s'élèvent à 4%. Nous comprenons que les coûts encourus sur le marché pour des opérations de prêt-emprunt de titres sur des actions très liquides sont de l'ordre de 0,4%-0,5% et peuvent atteindre 2%-3% pour des titres moins liquides.

Le chiffrage de ce coût de portage des actions FPF reste très théorique compte tenu (i) de la faible liquidité des titres et (ii) de la grande quantité d'actions à laquelle donne droit l'exercice des BSA au regard du nombre d'actions composant le capital de FPF, qui rendent très hypothétique la disponibilité des titres pour ces opérations de *repo*.

Nous avons choisi de ne pas intégrer de coûts de prêt-emprunt de titres, en application directe des méthodes théoriques d'évaluation et par souci de cohérence avec la méthodologie mise en œuvre par Invest Securities lors de l'émission des BSA 2010 (Cf. prospectus d'émission – visa AMF du 17 décembre 2010).

Hypothèses

Seule l'hypothèse de volatilité diverge sensiblement entre nos travaux et ceux de Natixis.

Natixis retient une volatilité de 17% correspondant à la volatilité historique à 2 ans de l'action FPF.

Nous avons retenu un paramètre de volatilité qui intègre non seulement une moyenne de longue période mais qui tient également compte des niveaux de volatilité actuels élevés des marchés actions (VSTOXX de 43% au 6 octobre 2011) et de l'action FPF (volatilité historique à 60 jours de 26% au 6 octobre 2011).

Ainsi nous prenons en compte une volatilité totale de l'action de 22,5%, supérieure de 5,5% à la volatilité retenue par Natixis. Les ajustements que nous apportons à la volatilité totale de l'action pour n'en retenir que celle relative à sa composante risquée ont un impact plus limité.

Résultats

Le tableau ci-dessous présente la valeur des BSA 2005 et des BSA 2010 qui ressort de nos travaux et de ceux conduits par Natixis et rappelle les prix d'Offre :

	BSA 2005	BSA 2010
Travaux Natixis	13,74 €	0,27 €
Prix d'Offre	14,00 €	0,50 €
Evaluation - Détroyat Associés	16,16 €	0,70 €
<i>Différence en % - Travaux Natixis</i>	18%	159%
<i>Prime / (Décote) induite par le prix d'Offre</i>	(13%)	(29%)

Ainsi, les valeurs des BSA 2005 et 2010 qui ressortent de nos travaux sont supérieures de 18% et 159% aux valeurs obtenues par Natixis, du fait principalement des différences de méthodologie (coûts de prêt-emprunt de titres) et de volatilité. Les impacts liés à ces différences sont plus élevés pour le BSA 2010 car les BSA 2005, sur la base d'un prix de référence de 100 €, sont largement dans la monnaie (le prix de référence étant très supérieur au prix d'exercice) alors que les BSA 2010 sont en-dehors de la monnaie.

Nous remarquons enfin que le prix proposé pour les BSA 2005 (14,00 €) est en ligne avec la valeur qui ressort des travaux de Natixis (13,74 €) alors que le prix proposé pour les BSA 2010 (0,50 €) présente une prime de 85% par rapport à la valeur obtenue (0,27 €).

IX.2.2. OSRA 2006 et OSRA 2010

Les méthodologies retenues par Natixis pour l'évaluation des OSRA 2006 et des OSRA 2010 sont similaires à celles que nous avons mises en œuvre.

Nous résumons ci-dessous les valeurs des OSRA 2006 et 2010 qui ressortent de nos travaux et de ceux de Natixis :

	OSRA 2006	OSRA 2010 (*)
Travaux Natixis (**)	110,48 €	110,35 €
Prix d'Offre	110,40 €	110,35 €
Evaluation - Détrayat Associés	110,65 €	110,35 €
<i>Différence en % - Travaux Natixis</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,0%</i>
<i>Prime / (Décote) induite par le prix d'Offre</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>0,0%</i>
(*) Hors coupon du 22 décembre 2011		
(**) OSRA 2006 : moyenne de la fourchette [110,40 € - 110,56 €] présentée		

X. Conclusion

Notre appréciation des conditions financières de l'Offre de PHRV est fondée sur les résultats d'une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation. Les résultats de cette approche sur l'évaluation des actions de FPF sont rappelés ci-après aux points 1, 2, et 3. Ils peuvent être directement comparés au prix de 100 € proposé par l'Initiateur pour chaque action.

Concernant les obligations remboursables en actions et les bons de souscription d'actions, notre évaluation s'appuie sur le prix d'Offre de 100 € par action et nous permet de formuler une appréciation relative de la valeur de ces instruments financiers, la valeur de l'action ordinaire étant, dans ce cas et dans les limites de cet exercice, supposée correspondre au prix unitaire de 100 € proposé par l'Initiateur.

Cette approche – qui n'entre pas en contradiction avec celle mise en œuvre pour apprécier la valeur de l'action ordinaire – permet de fonder une opinion sur la cohérence et l'équilibre des prix proposés par l'Initiateur sur les différents instruments financiers. Les résultats de cette approche sont repris au point 4 ci-après.

La correspondance entre les deux approches est facilitée par la présentation d'une grille de résultats sur la valeur relative des différents instruments, en fonction de la valeur retenue pour l'action ordinaire. Une telle grille est présentée au point 5 ci-après.

1. Méthodes intrinsèques

Les analyses réalisées à partir des données historiques et prévisionnelles actif par actif ont souligné la forte rentabilité du portefeuille de FPF et l'impact limité d'une éventuelle hausse des taux de rendement sur l'actif net réévalué de la Société.

A partir des informations dont ils disposent à ce jour, les experts immobiliers que nous avons rencontrés nous ont indiqué que l'évaluation du portefeuille d'actifs de FPF à la fin de l'année 2011 devrait être marquée par un maintien de la valeur globale (CBRE) ou qu'ils n'anticipaient pas de variation de valeur supérieure à 2% ou 3% dans un sens ou dans l'autre (DTZ)⁽¹³⁾. Ils ont également souligné que, compte tenu d'une part, de la taille moyenne des immeubles (à l'exception du Biopark), d'autre part des baux récents et des conditions de locations voisines du marché, et enfin, de la typologie des actifs de FPF qui ne rentrent ni dans le segment haut-de-gamme (« prime »), ni dans celui des immeubles de qualité secondaire, mais dans des catégories standards, la valeur des immeubles de la Société présente une faible volatilité dans les conditions de marché actuelles⁽¹³⁾.

De plus, la Société nous a confirmé avoir signé aux mois d'octobre et novembre 2011 les promesses de vente de trois immeubles, sans condition d'obtention de financement par leurs bénéficiaires, portant sur un montant total de 25,4 M€, à des prix confirmant, et au-delà les valeurs d'expertise au 30 juin 2011. Les attestations de promesse de vente correspondantes nous ont été communiquées.

A partir de la modélisation financière du patrimoine de FPF que nous avons établie, nous avons pu appréhender l'impact des variations de taux de rendement sur les valeurs d'ANR de la Société. Ainsi, une variation des taux de rendement sur les valeurs d'actifs hors droits limitée à $\pm 5\%$ conduirait à une valeur d'ANR EPRA triple net au 6 octobre 2011 comprise entre 126 € et 145 € par action FPF. A flux constants, pour réduire la valeur d'ANR par action estimée au 6 octobre 2011 jusqu'au niveau du prix d'Offre proposé par PHRV (100 €), il faudrait enregistrer une augmentation moyenne des taux de

⁽¹³⁾ Cf. supra les déclarations complètes communiquées par les experts immobiliers en charge de l'évaluation du patrimoine de FPF.

rendement de l'ordre de 25%, soit une variation de taux de rendement supérieure à celle observée entre 2007 et 2009.

A partir des informations communiquées par les experts immobiliers à date, les analyses de flux que nous avons conduites soulignent l'amplitude limitée des variations possibles de valeur intrinsèque de la Société par rapport aux dernières valeurs d'ANR publiées. Dans ces conditions, le prix d'Offre de PHRV de 100 € par action ne reflète pas la valeur intrinsèque de la Société telle que nous pouvons ainsi l'appréhender.

2. Méthodes analogiques

Nous avons par ailleurs analysé les transactions significatives intervenues depuis 10 ans sur les foncières de bureaux en France. Sur les 12 opérations retenues, 4 seulement ont été réalisées à des prix inférieurs à l'ANR hors droits. La décote la plus importante (11%) a été observée lors de l'acquisition par la Société Foncière Lyonnaise d'une participation de 30% au capital de SIIC de Paris via une opération d'apports d'actifs. Cette dernière opération n'a pas conduit au changement de contrôle de la société, la participation de Realia Patrimonio demeurant près de deux fois supérieure à celle de la Société Foncière Lyonnaise au capital de SIIC de Paris.

Nous n'avons eu connaissance d'aucune opération de changement de contrôle sur une société foncière de bureau qui ait été réalisée sur des niveaux de décote sur ANR comparables à ceux qui ressortent de l'Offre de PHRV sur FPF (env. 25%).

Nous avons également analysé les niveaux de cours auxquels les titres des foncières de bureaux sont aujourd'hui échangés en bourse, suite à la crise boursière du mois d'août. Les sociétés retenues dans notre échantillon (Gécina, Icade, Foncière des Régions, Silic, Société Foncière Lyonnaise et Cegereal) bénéficient d'une liquidité supérieure à celle de FPF et les multiples observés nous paraissent représentatifs des conditions de marché actuelles sur les sociétés foncières pour un porteur minoritaire.

Au 6 octobre 2011, les décotes boursières observées sur l'ANR EPRA triple net de ces sociétés étaient de 27,5% en moyenne. Une telle décote, appliquée à l'ANR de FPF au 30 juin 2011, ferait ressortir un cours de 96 € par action, proche du prix de 100 € par action proposé par PHRV aux actionnaires de FPF.

Les actifs de FPF ont cependant une rentabilité supérieure à la rentabilité moyenne des sociétés comparables. Au 6 octobre 2011, les titres des sociétés de notre échantillon s'échangeaient en moyenne sur des niveaux de cours correspondant à 13,3 fois leur résultat net récurrent sur les 12 derniers mois au 30 juin 2011. L'application d'un tel multiple au résultat net récurrent de FPF sur cette période (pro-forma de l'acquisition de SAGI IE) ferait ressortir une valeur de 136 € par action, très supérieure au prix de 100 € par action proposé par PHRV.

Dans ces conditions, les méthodes analogiques (transactions comparables et multiples boursiers) ne permettent pas de justifier le prix d'Offre de PHRV de 100 € par action, s'agissant en particulier d'une opération devant conduire au changement de contrôle de la Société.

3. Références d'évaluation

Le prix d'Offre de 100 € par action est inférieur à l'objectif de cours publié le 31 octobre par Kempen & Co et est jugé insuffisant par Invest Securities dans la note publiée le 17 octobre dernier. Il est également inférieur aux valeurs d'échange en bourse des actions FPF en 2011 jusqu'au 8 août dernier.

4. Appréciation des prix proposés par PHRV sur les OSRA et les BSA

Nos travaux ne font pas ressortir d'écart significatif entre notre appréciation de la valeur des titres obligataires de FPF remboursables en actions et les prix proposés par l'Offre (les prix d'Offre ressortant en décote de 0,2% sur la valeur de l'OSRA 2006 et au même niveau que notre évaluation pour l'OSRA 2010).

Pour les BSA 2005, nous retenons une valeur unitaire de 16,16 €. L'Offre de PHRV à 14,00 € par BSA 2005 fait ainsi ressortir une décote de 13% sur notre appréciation de la valeur de ces bons de souscription d'actions.

Pour les BSA 2010, nous retenons une valeur unitaire de 0,70 €, proche de la valeur moyenne d'échange de ces bons sur le marché entre leur date d'émission et le 6 octobre 2010 (0,71 €). L'Offre de PHRV à 0,50 € correspond à une décote de 29% par rapport à notre évaluation de ces bons de souscription d'action.

5. Grille de résultats sur la valeur relative des différents instruments en fonction de la valeur de l'action ordinaire

Nous présentons ci-après les valeurs ressortant des méthodologies retenues sur les bons de souscription d'actions et les obligations remboursables en actions en fonction de la valeur de référence prise en compte pour l'action FPF.

Valeur de référence de l'action FPF	BSA 2005			BSA 2010			OSRA 2006	OSRA 2010
	Valeur Temps	Valeur Intrinsèque	Valeur totale	Valeur Temps	Valeur Intrinsèque	Valeur totale		
100 €	1,77 €	14,39 €	16,16 €	0,70 €	0,00 €	0,70 €	110,65 €	110,35 €
110 €	0 €	24 €	24 €	0,9 €	0,2 €	1,1 €	119 €	114 €
120 €	0 €	34 €	34 €	0,5 €	1,2 €	1,7 €	129 €	122 €
130 €	0 €	44 €	44 €	0,2 €	2,2 €	2,5 €	139 €	132 €
135 €	0 €	49 €	49 €	0,1 €	2,7 €	2,8 €	144 €	137 €

- Pour des valeurs de référence de l'action FPF supérieures à 110-120 €, la valeur retenue pour les OSRA est proche de la valeur des actions majorées du montant des réserves.
- Pour les BSA 2005, à partir d'une valeur de référence de l'action FPF d'environ 110 €, la valeur retenue peut être directement rapprochée de l'écart entre d'une part, la valeur de référence de l'action majorée du montant des réserves et d'autre part, le prix d'exercice (valeur intrinsèque). Les choix méthodologiques ont peu d'influence sur l'appréciation de la valeur des BSA 2005 pour un prix de référence supérieur à 110 €.
- Pour les BSA 2010, la valeur temps de l'option reste prédominante dans la valeur totale jusqu'à un niveau de prix de référence de l'action FPF d'environ 115 €. Les choix méthodologiques et les hypothèses retenues peuvent ainsi introduire des différences d'appréciation significatives des BSA 2010 jusqu'à une valeur de référence de l'action FPF de l'ordre de 125 €.

*

Il ressort des travaux que nous avons conduits que le prix d'Offre de 100 € par action Foncière Paris France proposé par la société PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard est sensiblement inférieur aux résultats obtenus par la mise en œuvre d'une approche multicritères sur la Société. De plus, les conditions de l'Offre sont susceptibles de porter atteinte à l'égalité de traitement entre les détenteurs des différents titres visés par l'Offre (actions, bons de souscription d'actions et obligations remboursables en actions).

Fait à Paris, le 15 novembre 2011

Emmanuel Dayan
Associé

DÉTROYAT ASSOCIÉS

XI. Annexes

Annexe A : Détail du calcul des trois ajustements de volatilité introduits dans l'évaluation des produits optionnels

Les formules présentées ci-après correspondent aux ajustements des paramètres du modèles BS proposées par des universitaires et des praticiens des marchés d'options pour prendre en compte l'impact des distributions discrètes de dividendes, d'un montant significatifs à des dates connues par avance, dans l'évaluation des options dans le cadre du modèle BS.

Ces formules s'appliquent à des options de maturité T , de prix d'exercice X , sur un sous-jacent S versant des dividendes D_i aux dates t_i avec un taux sans risque r . Les ajustements de volatilité explicités ci-dessous à partir de la volatilité totale prise en compte sur le sous-jacent (« Vol_0 ») sont ceux retenus dans nos travaux :

- « Vol_1 » : volatilité égale à la volatilité totale de l'action multipliée par le rapport du prix de référence de l'action sur le prix de référence diminué de la valeur actualisée des dividendes à verser jusqu'à l'échéance de l'option
- « Vol_2 » : volatilité ajustée tenant compte des dates de versement de dividendes, qui peut s'appréhender comme une moyenne des volatilités retraitées selon la méthode Vol_1 sur différents intervalles de temps : entre la date d'évaluation et la date de détachement du premier dividende, entre deux dates de détachement de dividendes et entre la date de détachement du dernier dividende et l'échéance de l'option
- « Vol_3 » : une volatilité ajustée selon la méthode développée par Bos et al.

(i) Formule de calcul pour la volatilité Vol_1 (Chriss - 1997)⁽¹⁴⁾

$$\sigma_{Vol_1} = \frac{\sigma_{Vol_0} \times S}{S - D_T}$$

Avec :

$$D_T = \sum_i^n D_i e^{-rt_i}$$

(ii) Formule de calcul pour la volatilité Vol_2 (Haug and Haug - 2001)⁽¹⁵⁾

$$(\sigma_{Vol_2} \times T)^2 = \sum_{j=1}^n \left(\frac{S \times \sigma_{Vol_0}}{S - \sum_{i=j}^n D_i e^{-rt_i}} \right)^2 \times (t_j - t_{j-1}) + \sigma_{Vol_0}^2 \times (T - t_n)$$

⁽¹⁴⁾ Cet ajustement a été mis en avant notamment par Chriss en 1997 (Chriss, Neil A., *Black-Scholes and Beyond: Option Pricing Models*, New York, New York: McGraw-Hill, 1997)

⁽¹⁵⁾ Cf. Haug and Haug, « A New Look at Pricing Options with Time Varying Volatility », 1998; Bender, Reimer and Ton Vorst, « Options on Dividends Paying Stocks, » in « *Proceedings of the International Conference on Mathematical Finance* » Shanghai 2001.

(iii) Formule de calcul pour la volatilité Vol₃ (Bos et al. - 2003)⁽¹⁶⁾

$$\sigma_{Vol_3}^2 = \sigma_{Vol_0}^2 + \sigma_{Vol_0} \sqrt{\frac{\pi}{2T}} \left\{ 4e^{\frac{z_1^2}{2} - s} \sum_{i=1}^n D_i e^{-rt_i} \left[N(z_1) - N\left(z_1 - \sigma \frac{t_i}{\sqrt{t}}\right) \right] \right. \\ \left. + e^{\frac{z_2^2}{2} - 2s} \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n D_i D_j e^{-r(t_i+t_j)} \left[N(z_2) - N\left(z_2 - \frac{2\sigma \min(t_i, t_j)}{\sqrt{T}}\right) \right] \right\}$$

Avec :

$$s = \ln(S)$$

$$x = \ln[(X + D_T)e^{-rT}]$$

$$D_T = \sum_i^n D_i e^{-rt_i}$$

$$z_2 = z_1 + \frac{\sigma_{Vol_0} \sqrt{T}}{2}$$

$$z_1 = \frac{s - x}{\sigma_{Vol_0} \sqrt{T}} + \frac{\sigma_{Vol_0} \sqrt{T}}{2}$$

Annexe B : Principales sources d'information

Les principaux documents que nous avons utilisés dans nos travaux sont rappelés ci-après.

Documents	Source
Statuts de FPF	FPF
K bis au 13 octobre 2011	FPF
Procès verbaux des conseils d'administration de FPF en 2007, 2008 et 2009, 2010 et 2011	FPF
Procès verbaux des assemblées générales de FPF en 2007, 2008 et 2009, 2010 et 2011	FPF
Contrat d'émission des BSA 2005 et BSA 2010	FPF
Contrat d'émission des OSRA 2006 et des OSRA 2010	FPF
Note d'analyste de Kempen & Co du 31 octobre 2011	FPF
Note d'analyste d'Invest Securities du 17 octobre 2011	FPF
Note d'analyste d'Invest Securities du 09 août 2011	FPF
Note d'analyste d'Invest Securities du 16 juin 2011	FPF
Contrat de cession de SAGI IE entre SNI et FPF	FPF
Actionnariat détaillé au 30 juin 2011	FPF

⁽¹⁶⁾ Cf. Bos, Remco, Alexander Gairat, and Anna Shepeleva, « Dealing with Discrete Dividends, » *Risk*, January 2003, 16 (1), 109-112.

Documents	Source
Projet d'Offre Publique d'Achat de PHRV en date du 7 octobre 2011	Information publique
Document d'introduction en bourse de FPF 2006	Information publique
Document de référence 2006 de FPF	Information publique
Document de référence 2007 de FPF	Information publique
Document de référence 2008 de FPF	Information publique
Document de référence 2009 de FPF	Information publique
Document de référence 2010 de FPF	Information publique
Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2007	Information publique
Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2008	Information publique
Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2009	Information publique
Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2010	Information publique
Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2011	Information publique
Attestation des commissaires aux comptes au 31 décembre 2010 et 30 juin 2011	Information publique
Présentation aux analystes au 31 décembre 2010	Information publique
Comptes consolidés prévisionnels pour l'exercice 2011	FPF
Comptes consolidés prévisionnels pour l'exercice 2012	FPF
Etats locatifs des 49 actifs de FPF au 30 juin 2011	FPF
Tableau de synthèse des évaluations des experts immobiliers depuis 2006	FPF
Rapport d'expertise immobilière au 31 décembre 2010	CBRE
Rapport d'expertise immobilière au 30 juin 2011	CBRE, DTZ
« Un marché en proie aux incertitudes » Note sectorielle de DTZ du 17 octobre 2011	DTZ
« Le marché se redresse » Note sectorielle de DTZ du 13 octobre 2011	DTZ
« Le regroupement de SFR à Saint Denis pipe les dés » Note sectorielle de DTZ du 11 octobre 2011	DTZ
« Conjoncture immobilière » Note sectorielle CBRE du 3 ^{ème} trimestre 2011	CBRE
« La logistique et les locaux d'activités en France » Note sectorielle CBRE Décembre 2010	CBRE
Courrier électronique de DTZ relatif à l'appréciation de la valeur du patrimoine à fin 2011 en date du 8 novembre 2011	DTZ
Courrier électronique de CBRE relatif à l'appréciation de la valeur du patrimoine à fin 2011 en date du 8 novembre 2011	CBRE
Courrier électronique de FPF relatif aux promesses de ventes signées en date du 7 novembre 2011	FPF

Annexe C : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Détroyat Associés au cours des 24 mois précédant sa désignation

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Septembre 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une augmentation de capital réservée au profit de la société Noemalife	Medasys		
Juin 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée	Le Tanneur & Cie	Qatar Luxury Group – Fashion SPC	Oddo Corporate Finance
Mai 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait	Tesfran SA	Testa Immuebles en Renta, S.A.	Invest Securities
Mars 2011	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Société Financière de Communication et du Multimédia SA	Société Française du Radiotéléphone SA	CM-CIC Securities
Novembre 2010	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une garantie de cours	Aldeta SA	Alta Blue SAS	Kepler Capital Markets / Invest Securities
Septembre 2010	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Otor SA	DS Smith PLC	BNP Paribas Corporate & Investment Banking

Annexe D : Personnes intervenues sur la mission d’expertise indépendante Foncière Paris France conduite par Détroyat Associés

Emmanuel Dayan – Associé (signataire) – Ingénieur de l’Ecole Centrale de Paris, il a rejoint Détroyat Associés en 2005 avec une expérience de près de 10 ans dans le conseil en fusions-acquisitions

Florent Myara – Analyste financier senior – Diplômé de l’Ecole HEC, il a rejoint Détroyat Associés en 2008 après 5 années passées en audit chez Ernst & Young à Paris

Dimitri Dayan – Analyste financier – Ingénieur de l’Ecole Spéciale des Travaux Publics, titulaire d’un master spécialisé en finance à HEC et d’un master « Global Real Estate » de l’Université du Wisconsin (Madison). Il a rejoint Détroyat Associés en 2011

Philippe Leroy – Associé (contrôle qualité) – Diplômé de l’ESSEC, il dispose d’une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint Détroyat Associés en 2005

Annexe E : Montant de la rémunération perçue par Détroyat Associés

La rémunération perçue par Détroyat Associés est de 100 000 € hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

Annexe F : Adhésion à des associations d’experts indépendants

Détroyat Associés n’est pas adhérente de l’une des trois associations d’experts créées postérieurement à l’introduction d’un titre VI sur l’expertise indépendante dans le règlement général et agréées par l’AMF. Les procédures internes de Détroyat Associés garantissent un haut niveau d’intégrité dans la conduite de ce type de mission.

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT EN SURENCHÈRE
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ PHRV
SUR LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ
FONCIÈRE PARIS FRANCE

ADDENDUM AU RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE
DU 15 NOVEMBRE 2011

Décembre 2011

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT EN SURENCHÈRE VISANT LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ FONCIÈRE PARIS FRANCE

ADDENDUM AU RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE ETABLI LE 15 NOVEMBRE 2011

Détroyat Associés S.A.

(Article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard, société anonyme au capital de 32 250 315 euros dont le siège social est situé 43, rue Saint Dominique, 75007 Paris (ci-après « **PHRV** » ou l'« **Initiateur** ») a déposé le 29 novembre 2011 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique en surenchère (ci-après l'« **Offre Révisée** »), suite au projet d'offre publique d'achat déposé le 7 octobre 2011 visant les titres de la société Foncière Paris France, société anonyme au capital de 86 997 900 euros dont le siège social est situé 52, rue de la Bienfaisance, 75008 Paris (ci après « **FPF** » ou la « **Société** »).

Aux termes du projet d'Offre Révisée, PHRV s'est engagé à acquérir la totalité des titres de capital et donnant accès au capital de FPF non détenus par PHRV, Cofitem-Cofimur et le groupe Covéa dans les conditions suivantes :

- au prix de 110 € par action ordinaire : les 1 315 951 actions existantes au 7 octobre 2011 et non détenues par le concert PHRV/Cofitem-Cofimur (le « **Concert** ») à la date du 29 novembre 2011, ainsi que les actions à émettre à raison de l'exercice des obligations subordonnées remboursables en actions émises en février 2006 (« **OSRA 2006** »), des obligations subordonnées remboursables en actions émises en décembre 2010 (« **OSRA 2010** ») (autres que celles détenues par le Concert et le Groupe Covéa), des bons de souscription d'actions émis en 2005 (« **BSA 2005** ») et des bons de souscription d'actions émis en 2010 (« **BSA 2010** ») (autres que ceux détenus par le Concert), soit au total un nombre maximum de 2 919 818 actions à la date du 29 novembre 2011 ;
- au prix de 119 € par OSRA 2006 : la totalité des OSRA 2006 non cotées, soit 460 525 OSRA 2006 ;
- au prix de 114 € par OSRA 2010 : la totalité des OSRA 2010 non cotées, hormis celles détenues par le Concert et par le groupe Covéa, soit 590 907 OSRA 2010 ;
- au prix de 24 € par BSA 2005 : la totalité des BSA 2005 non cotés, soit 400 000 BSA 2005 ;
- au prix de 1,10 € par BSA 2010 : la totalité des BSA 2010 cotés, hormis ceux détenus par le Concert, soit 1 524 352 BSA 2010.

Par ailleurs, l'Initiateur a supprimé le seuil de renonciation attaché au projet d'offre initial en application de l'article 231-9 du règlement général.

Les autres stipulations du projet d'Offre Révisée (notamment les engagements de non apport à l'offre et les modalités de reclassement à l'issue de l'offre) demeurent inchangées.

Par courrier adressé à l'AMF le 1^{er} décembre 2011, PHRV a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 1^{er} décembre 2011, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la Société et détenir :

- 191 737 actions FPF représentant autant de droits de vote, soit 11,02% du capital et des droits de vote de FPF⁽¹⁷⁾ ;
- de concert avec Cofitem-Cofimur, 514 007 actions FPF représentant autant de droits de vote, soit 29,54% du capital et des droits de vote de FPF.

	Actions et droits de vote	Part du capital et des droits de vote
PHRV	191 737	11,02%
Cofitem-Cofimur	<u>322 270</u>	<u>18,52%</u>
Total Concert	514 007	29,54%

Par ailleurs, au 1^{er} décembre 2011, Cofitem-Cofimur détenait :

- 90 909 obligations subordonnées remboursables en actions FPF émises en décembre 2010 (« **OSRA 2010** »), non cotées, arrivant à échéance les 22 décembre 2017 et 2020 ; et
- 214 770 bons de souscription d'actions (« **BSA 2010** ») exerçables à tout moment jusqu'au 22 décembre 2013, à raison de 10 bons pouvant donner droit, par exercice au prix de 110 €, à 1 action FPF.

Par le même courrier, PHRV a effectué la déclaration d'intention suivante :

« Dans l'attente de l'ouverture de l'offre publique d'achat en surenchère, et à la suite de la suppression du seuil de renonciation dont PHRV avait assorti son projet d'offre initial, PHRV est intervenu et a procédé à des achats hors marché de 24 002 actions portant sa participation à 191 737 actions, soit 11,02% du capital et des droits de vote de la société Foncière Paris France. Cofitem-Cofimur détient toujours 322 270 actions, de sorte que le concert formé par PHRV et Cofitem-Cofimur détient désormais 514 007 actions représentant 29,54% du capital et des droits de vote de la société Foncière Paris France. (...) »

Les achats ont été financés par la trésorerie de PHRV.

PHRV agit de concert avec la société Cofitem-Cofimur conformément à la déclaration de franchissement de seuils et à la déclaration d'intention en date du 6 avril 2011, ainsi qu'aux informations figurant dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 29/11/11.

PHRV envisage de poursuivre ses achats sur le marché ou hors marché, en fonction des conditions de marché et dans le strict respect de la réglementation boursière, en particulier sans dépasser le seuil de 30% jusqu'à l'ouverture de l'offre. »

⁽¹⁷⁾ Sur la base d'un capital composé de 1 739 958 actions représentant autant de droits de vote. PHRV a procédé à deux achats hors marché de 65 998 titres le 30 novembre 2011 et de 24 002 titres le 1^{er} décembre 2011, soit au total 90 000 titres.

Détroyat Associés a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de FPF réuni le 11 octobre 2011 aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre de PHRV déposée le 7 octobre 2011 auprès de l'AMF (le « **Rapport** »). Ce Rapport a été remis et présenté aux administrateurs de la Société réunis lors du conseil d'administration du 15 novembre 2011. Le présent document (ci-après l'« **Addendum** ») a pour objectif de permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre Révisée afin d'établir son avis motivé à l'attention des porteurs de titres FPF. Il ne constitue pas une recommandation à l'égard des porteurs de titres FPF quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre Révisée si celle-ci était déclarée conforme par l'AMF.

I. Événements intervenus depuis le 15 novembre 2011

Depuis la remise de notre Rapport le 15 novembre dernier, la Société n'a communiqué aucune nouvelle information financière, tant sur ses résultats que sur ses perspectives d'activité. Nous n'avons pas connaissance de modification des conditions d'exploitation intervenues depuis le 15 novembre 2011 qui seraient susceptibles d'affecter les résultats futurs de la Société.

I.1. Evolution du portefeuille d'actifs immobiliers

FPF nous a informés de la signature, le 28 novembre 2011, d'une promesse de vente sur un ensemble immobilier situé en deuxième couronne à des conditions financières qui ne sont pas inférieures à la valeur d'expertise immobilière retenue au 30 juin 2011.

Nous avons également pris connaissance d'une lettre d'intention établie par le locataire de l'immeuble Mediacom 3 – immeuble certifié HQE d'une surface de 4 000 m² à Saint-Denis inauguré en juin 2011 – pour l'acquisition de cet immeuble à des conditions financières supérieures à la valeur d'expertise immobilière au 30 juin 2011.

I.2. Travaux d'expertise immobilière au 31 décembre 2011

Nous avons sollicité les deux experts immobiliers en charge de l'évaluation semestrielle du patrimoine de la Société : CBRE pour le portefeuille comprenant les actifs situés à Paris et à Boulogne-Billancourt et DTZ pour les actifs localisés en première et deuxième couronne.

Sur l'évolution anticipée des valeurs hors droits des actifs de FPF à fin décembre 2011, les experts immobiliers nous ont adressé les précisions suivantes⁽¹⁸⁾:

⁽¹⁸⁾ Par courrier électronique en date du 5 décembre 2011 pour DTZ et du 6 décembre 2011 pour CBRE.

1. CBRE (Denis François et Lydie Latasse-Cornillard)

« En réponse à votre question du 2 décembre courant, je vous confirme que la valeur du portefeuille parisien et de Boulogne de FPF n'a pas subi de modifications importantes entre juin et décembre 2011, les écarts de valeurs s'inscrivant dans une fourchette de $\pm 1\%$.

Ces actifs présentent une faible volatilité compte tenu de leur taille, de leur état d'occupation (proche de 100%) et du niveau des loyers proche des niveaux de marché. »

2. DTZ (Philippe Dorion)⁽¹⁹⁾

« En réponse à votre demande du 2 décembre dernier, et dans la perspective d'une mise à jour de vos travaux d'évaluation au 7 décembre 2011, nous pouvons vous transmettre les éléments suivants :

Nous sommes actuellement en cours de traitement des expertises au 31/12/2011 d'une partie du portefeuille Foncière Paris France. Nous attirons votre attention sur le fait que nos valeurs ne sont pas encore totalement arrêtées à ce jour. Toutefois, l'analyse de l'état locatif transmis par Foncière Paris France ne fait pas apparaître de modifications très sensibles. D'autre part, les éléments de marché en notre possession nous permettent de vous confirmer que le marché de l'investissement immobilier en Ile de France reste plutôt actif notamment pour les actifs sécurisés. Dans ces conditions et en l'état d'avancement de nos travaux, sous réserve que le marché ne connaisse pas de modifications imprévisibles d'ici la fin de l'année, la partie de patrimoine étudiée par nos soins devrait être à peu près stable en valeur par rapport à juin dernier, les quelques variations positives et négatives se compensant. »

I.3. Analystes financiers suivant la valeur Foncière Paris France

Dans notre Rapport du 15 novembre 2011, nous avons indiqué que la valeur FPF était suivie par deux bureaux d'analystes, Kempen & Co et Invest Securities. Nous avons rappelé et retenu à titre de référence d'évaluation le dernier objectif de cours publié par Kempen & Co le 31 octobre 2011 de 110,8 € (en baisse de 6,7% sur l'objectif de 117,5 € au 19 juin 2011).

Depuis la date de remise de notre Rapport, Kempen & Co a interrompu la communication sur la valeur FPF⁽²⁰⁾, ayant été mandaté par l'Initiateur PHRV en qualité de « *Special Investor Relation* ».

Invest Securities n'a pas publié de nouvelle note de recherche sur FPF à la suite de l'annonce de l'Offre Révisée.

⁽¹⁹⁾ M. Dorion a apporté la réserve suivante : « Nous vous rappelons que ce document ne peut s'entendre que comme un simple avis de tendance qui ne saurait engager notre responsabilité avant d'avoir réalisé l'intégralité des diligences nécessaires à la mission d'actualisation de valeurs devant intervenir dans les prochains jours ».

⁽²⁰⁾ Les termes du courrier électronique que nous a adressé M. Dick Boer, Executive Director European Real Estate, de Kempen & Co le 2 décembre 2011 sont les suivants : « Kempen & Co has been mandated by PHRV in relation to Foncière Paris France on 28 November 2011. Foncière Paris France has been put on restriction on 28 November 2011 and no update or new recommendations have been published since ».

II. Analyse des conditions financières de l'Offre Révisée pour les actions

Afin d'apprécier le prix unitaire de 110 € proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Révisée, nous avons procédé à une mise à jour de nos travaux d'évaluation, en conservant les méthodes et références d'évaluation retenues dans notre Rapport du 15 novembre 2011.

II.1 Méthodes d'évaluation

II.1.1 Méthode de l'ANR

Nous avons mis à jour les résultats obtenus par la Méthode de l'ANR à la date du 6 décembre 2011. L'ANR retenu est égal à la somme (i) de l'ANR EPRA triple net au 30 juin 2011 et (ii) d'une estimation du résultat net récurrent pour la période du 30 juin au 6 décembre 2011. Il ressort à 136,6 € par action.

La sensibilité de la valeur du patrimoine hors droits de FPF au 30 juin 2011 à une variation, exprimée en pourcentage, des taux de rendement utilisés par les experts immobiliers reste inchangée.

Sur la base des sensibilités sur la valeur des actifs, nous présentons ci-dessous la sensibilité de l'ANR EPRA triple net estimé au 6 décembre 2011 :

Sensibilité de l'ANR EPRA triple net aux variations de taux de rendement

% de variation des taux de rendement	(10,0%)	(5,0%)	0,0%	5,0%	10,0%
ANR EPRA triple net de la société estimé au 6 décembre 2011 (M€)	574	533	497	464	434
ANR en € par action au 6 décembre 2011	157,7	146,5	136,6	127,5	119,3

Source : Detryat Associés

Dans le cadre de la modélisation proposée, une hausse de 10% des taux de rendement conduirait à une valeur de l'ANR par action supérieure d'environ 9% au prix unitaire de 110 € proposé dans l'Offre Révisée.

Un ANR EPRA triple net de 110 € (soit le prix unitaire de l'Offre Révisée) correspondrait à une augmentation de plus de 16% des taux de rendement et à une diminution de 13% de la valeur des actifs immobiliers.

Compte tenu (i) des variations de taux de rendement observés historiquement et (ii) des avis de tendance formulés par les experts immobiliers les 5 et 6 décembre 2011, nous retenons une valeur par action selon la Méthode de l'ANR comprise entre 128 € (hausse de 5% des taux de rendement) et 147 € (baisse de 5% des taux de rendement).

II.1.2 Méthode des comparables boursiers

Nous avons mis à jour notre analyse des comparables boursiers en conservant le même échantillon de sociétés comparables sur la base des cours de bourse de clôture au 6 décembre 2011. Les agrégats retenus sont (i) les primes et décotes sur ANR EPRA triple net publiés et (ii) les multiples de résultat net récurrent sur la période 30 juin 2010 - 30 juin 2011.

Les résultats de notre analyse sont présentés ci-dessous :

Evaluation par les multiples boursiers

	Capitalisation boursière / ANR triple net au 30 juin 2011	Capitalisation boursière / Résultat net récurrent 30/06/2010 au 30/06/2011
Médiane de l'échantillon	67,3%	12,1x
Agrégat de FPF (€ / action)	132,9	10,2
Valeur induite de l'action FPF (€ / action)	89,5	123,7

Source : Bloomberg, sociétés

Au titre de la Méthode des comparables boursiers, nous retenons une valeur comprise entre 89,5 € et 123,7 € par action.

II.1.3 Méthode des transactions comparables

Nous n'avons pas eu connaissance de nouvelle transaction comparable dont les termes auraient été rendus publics depuis la remise de notre Rapport le 15 novembre dernier.

Ainsi, au titre de la Méthode des transactions comparables, nous conservons la fourchette de valeurs de 126,7 € à 132,9 € par action.

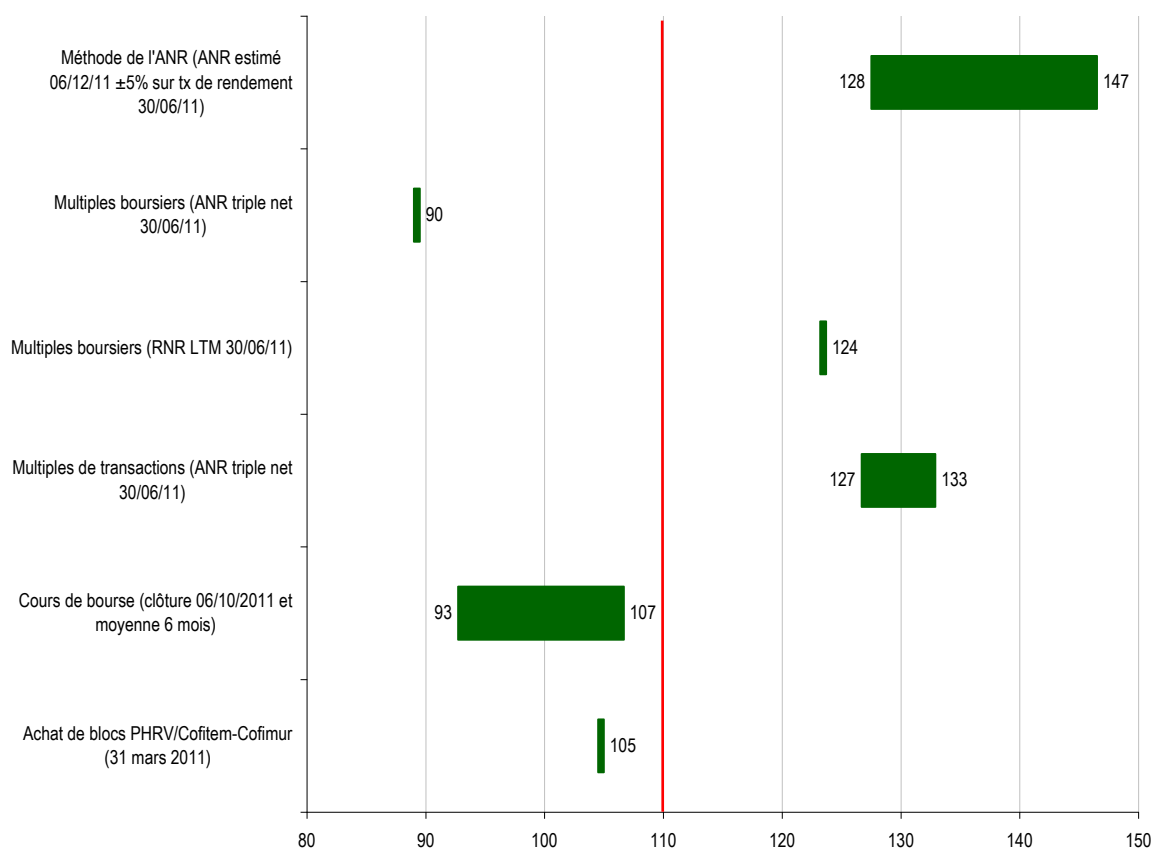
II.2 Références d'évaluation

Les références d'évaluation proposées dans notre Rapport au 15 novembre 2011 demeurent inchangées (performance boursière antérieure à l'annonce du projet d'offre de l'Initiateur et achats de blocs réalisés en mars 2011) à l'exception de la référence à l'objectif de cours de Kempen & Co que nous excluons pour les motifs indiqués en section I.3.

II.3 Synthèse de l'approche d'évaluation multicritères

La valeur de l'action FPF suivant les différentes méthodes d'évaluation et les références d'évaluation que nous avons mises en œuvre est la suivante :

Méthodes	Minimum	Maximum
<i>Approche intrinsèque</i>		
Méthode de l'ANR	128 €	147 €
ANR EPRA triple net estimé 06/12/11 $\pm 5\%$ sur taux de rendement 30/06/11	+5% sur tx	-5% sur tx
<i>Approche analogique</i>		
<u>Multiples de sociétés comparables</u>		
ANR EPRA triple net au 30/06/11		90 €
Résultat net récurrent (LTM 30/06 pro forma SAGI IE)		124 €
<u>Multiples de transactions</u>		
ANR EPRA triple net au 30/06/11	127 €	133 €
<i>Références d'évaluation</i>		
Cours de bourse (clôture 06/10/2011 et moyenne 6 mois)	93 €	107 €
Achat de blocs par PHRV et Cofitem-Cofimur (31 mars 2011)		105 €



III. Analyse des conditions financières de l'Offre Révisée sur les BSA et les OSRA

Les conditions financières proposées dans l'Offre Révisée sur les BSA et les OSRA ont été alignées sur les valeurs qui ressortent de nos travaux d'évaluation sur ces instruments financiers pour une valeur de référence de l'action FPF de 110 €⁽²¹⁾.

IV. Analyse des travaux de la banque présentatrice de l'Offre Révisée

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Natixis en qualité de banque présentatrice. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information de l'Offre Révisée de PHRV.

IV.1. Eléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre Révisée pour les actions

Les méthodologies et références d'évaluation retenues pour l'appréciation des conditions financières de l'Offre Révisée pour les actions sont identiques à celles présentées dans le projet d'offre déposé le 7 octobre 2011.

Les résultats comparés de nos travaux et de ceux de Natixis sont présentés ci-dessous :

Synthèses des évaluations	Valeur de l'action FPF (en €)				Prime / Décote induite par le prix de l'Offre Révisée			
	Banque présentatrice		Expert indépendant		Banque présentatrice		Expert indépendant	
	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum
Méthode de l'ANR	111 €	133 €	128 €	147 €	(1%)	(17%)	(14%)	(25%)
Multiples boursiers (ANR triple net)	72 €	94 €	90 €		53%	17%	23%	
Multiples boursiers (RNR)	91 €	99 €	124 €		21%	11%	(11%)	
Multiples de transactions (ANR triple net 30/06/11)	127 €	133 €	127 €	133 €	(13%)	(17%)	(13%)	(17%)
Multiples de transactions (RNR)	78 €	153 €	NA		42%	(28%)	NA	
Cours de bourse (clôture 06/10/2011 et moyenne 6 mois)	93 €	107 €	93 €	107 €	19%	3%	19%	3%
Achat de blocs PHRV/Cofitem-Cofimur (31 mars 2011)		99 €		105 €		11%		5%

Il ressort des analyses de Natixis comme des nôtres (i) que le prix d'Offre Révisée est supérieur aux décotes d'ANR actuellement observées sur les comparables boursiers et (ii) que les prix auxquels ont été effectuées les transactions récentes sur des foncières de bureaux n'ont pas induit de décotes sur ANR d'un niveau comparable à celle correspondant au prix d'Offre Révisée sur FPF.

⁽²¹⁾ Cf. Rapport du 15 novembre 2011.

IV.2. Eléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre Révisée pour les BSA et les OSRA

Natixis a utilisé les mêmes méthodologies que celles présentées dans son rapport d'évaluation repris dans le projet de note déposé par l'Initiateur le 7 octobre 2011. Les paramètres de marché ont été mis à jour et la période de référence pour la mesure de la volatilité historique a été réduite aux cent jours précédant l'annonce de l'offre initiale contre 2 ans précédemment.

Les prix proposés pour les BSA 2005 (24,00 €), les BSA 2010 (1,10 €), les OSRA 2006 (119 €) et les OSRA 2010 (114 €) correspondent aux résultats de nos travaux pour une valeur de référence de l'action de 110 €⁽²²⁾.

⁽²²⁾ Cf. Rapport du 15 novembre 2011.

V. Conclusion

1. Méthodes intrinsèques

A partir des informations communiquées par les experts immobiliers à date, les analyses de flux que nous avons conduites soulignent l'amplitude limitée des variations possibles de valeur intrinsèque de la Société par rapport aux dernières valeurs d'ANR publiées. Dans ces conditions, le prix d'Offre Révisée de PHRV de 110 € par action ne reflète pas la valeur intrinsèque de la Société telle que nous pouvons ainsi l'appréhender.

2. Méthodes analogiques

Les résultats obtenus par l'application des méthodes analogiques sont similaires à ceux présentés dans notre Rapport du 15 novembre 2011.

Dans ces conditions, les méthodes analogiques (transactions comparables et multiples boursiers) ne permettent pas de justifier le prix d'Offre Révisée de PHRV de 110 € par action, s'agissant en particulier d'une opération devant conduire au changement de contrôle de la Société.

3. Références d'évaluation

Le prix d'Offre Révisée est supérieur de 3,1% à la moyenne pondérée par les volumes d'échange des cours de FPF sur les 6 mois précédant l'annonce du projet d'offre de PHRV le 7 octobre 2011 et de 4,9% sur les 12 mois précédant cette annonce.

4. Appréciation des prix proposés par PHRV sur les OSRA et les BSA

Les prix proposés par l'Initiateur sur les OSRA et BSA sont identiques aux résultats de nos travaux sur la base d'une valeur de référence de l'action de 110 €.

*

Il ressort de la mise à jour des travaux d'évaluation que nous avons réalisée à la suite du dépôt du projet d'offre publique d'achat en surenchère le 29 novembre 2011 que le prix d'Offre Révisée de 110 € par action Foncière Paris France proposé par la société PHRV Paris Hôtels Roissy Vaugirard est inférieur aux résultats obtenus par la mise en œuvre d'une approche multicritères sur la Société.

Fait à Paris, le 7 décembre 2011

Emmanuel Dayan
Associé
DÉTROYAT ASSOCIÉS

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE PARIS FRANCE

3.1 Avis motivé sur le Projet d'Offre Initial

Le Conseil d'Administration de FPF s'est réuni le 15 novembre 2011 afin notamment d'examiner le Projet d'Offre Initial et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences pour la Société et ses actionnaires.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'Administration de FPF est reproduit ci-dessous :

AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'INTERET DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT ET SES CONSEQUENCES POUR LA SOCIETE ET LES ACTIONNAIRES

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration doit émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre publique d'achat déposée le 7 octobre 2011 par la société PHRV pour Foncière Paris France, ses actionnaires et ses salariés.

Conformément à la réglementation boursière, Détroyat Associés a été désigné comme expert indépendant le 11 octobre dernier par le Conseil d'administration. A ce titre, il a été chargé de se prononcer sur les conditions financières de l'offre.

Détroyat Associés, dans son rapport remis le 15 novembre 2011 a souligné la sous-évaluation du prix de l'offre de PHRV à 100 euros.

Le Conseil a pris connaissance des dernières indications suivantes sur la marche des affaires :

Sur les perspectives opérationnelles de Foncière Paris France :

- le permis de construire sur la 2^{ème} tranche du projet du Lendit (14 950 m² de bureaux et activités) a été obtenu et l'acquisition du terrain correspondant devrait intervenir avant la fin de l'année ;*
- la société poursuit un programme d'arbitrage d'actifs d'environ 50 millions d'euros et rappelle que le prix de cession des 3 actifs actuellement sous promesse de vente représente environ 25,4 millions d'euros et excède la valeur d'expertise du 30 juin 2011.*

Sur les résultats prévisionnels pour 2011 et perspectives pour 2012 :

- l'actif net réévalué EPRA par action sera en progression par rapport au 30 juin 2011 ;*
- le Résultat Net Récurrent²³ 2011 devrait s'élever à environ 8,8 euros par action, soit une hausse de 5,2% par rapport à 2010 ; la Société s'attend également à une progression du Résultat Net Récurrent par action pour 2012 ;*
- Foncière Paris France bénéficie d'une structure financière solide avec un ratio endettement net sur valeur du patrimoine qui devrait s'inscrire aux environs de 30% à fin 2011. Le coût moyen de la dette est de l'ordre de 4,2%*

Après délibération, le Conseil d'administration, à l'exception du représentant au Conseil de la société Cofitem-Cofimur (agissant de concert avec PHRV) qui a voté contre, constate les éléments suivants :

²³ Résultat net récurrent est le résultat net consolidé avant prise en compte des variations de juste valeur des actifs immobiliers et des instruments financiers

- PHRV, et Cofitem-Cofimur qui dispose d'un représentant au Conseil d'administration de la Société, n'ont pas informé de leur projet les organes de gouvernance de Foncière Paris France, alors même qu'ils avaient publiquement déclaré par lettre de déclaration de franchissement de seuil en date du 4 avril 2011 que leur intention n'était pas de prendre le contrôle de la Société ;
- PHRV et Cofitem-Cofimur ne proposent pas de projet industriel, étant rappelé qu'ils exercent une activité concurrente de Foncière Paris France ;
- le prix d'offre fait apparaître une décote de 26% sur la référence de l'Actif Net Réévalué EPRA qui s'élevait à 135,19 euros au 30 juin 2011.

Le Conseil a également relevé que si l'offre devait aboutir, Foncière Paris France pourrait avoir à rembourser ou à renégocier des lignes de crédit à hauteur de 185 millions d'euros au titre des clauses usuelles de changement de contrôle, faisant peser dans les conditions actuelles de marché un risque financier important. PHRV et Cofitem-Cofimur ne donnent pas au stade actuel d'indication sur les conditions de refinancement envisagées.

En conséquence, le Conseil réaffirme que l'offre constitue une **opération financière opportuniste**, initiée dans un contexte boursier déprimé et dont **le prix ne reflète pas la valeur** que les actionnaires peuvent légitimement attendre.

Le Conseil, à l'exception du représentant de Cofitem-Cofimur (agissant de concert avec PHRV) qui a voté contre, **considère, que l'offre n'est conforme ni à l'intérêt de la Foncière Paris France, ni à celui de ses salariés, actionnaires et porteurs de titres donnant accès au capital.**

3.2 Avis motivé sur le Projet d'Offre Complété

Le Conseil d'Administration de FPF s'est réuni le 7 décembre 2011 afin notamment d'examiner le Projet d'Offre Complété et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences pour la Société et ses actionnaires.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'Administration de FPF est reproduit ci-dessous :

AVIS MOTIVE SUR LE PROJET D'OFFRE EN SURENCHERE DE PHRV : RECOMMANDATION DE NE PAS APPORTER LES TITRES A L'OFFRE

Le Conseil d'administration de Foncière Paris France s'est réuni le 7 décembre 2011 afin de délivrer son avis motivé sur le projet d'offre en surenchère de PHRV sur Foncière Paris France, tel que modifié en date du 29 novembre 2011.

Le Conseil s'est notamment appuyé sur le rapport complémentaire portant sur le projet en surenchère et établi par l'expert indépendant, le cabinet Détröyat & Associés.

Le Conseil a constaté, outre les éléments déjà évoqués dans son avis motivé du 15 novembre 2011, que :

- Le prix du projet d'offre en surenchère, à savoir 110 € par action, fait apparaître une décote d'encore 19,6% sur la référence de l'Actif Net Réévalué EPRA au 30 juin 2011 (135,19€), décote qui devrait d'ailleurs augmenter sur l'ANR EPRA estimé au 31/12/2011.
- L'abandon du seuil de renonciation (50,01%) par l'Initiateur aboutit de fait à faciliter une prise de contrôle rampante de la société, que l'Initiateur a d'ailleurs commencé à mettre en œuvre par l'acquisition d'actions sur le marché, aboutissant aujourd'hui à une détention commune avec Cofitem-Cofimur, qui agit de concert avec lui, de 29,54% du capital de Foncière Paris

France, soit un niveau immédiatement en-dessous du seuil de déclenchement d'une OPA obligatoire.

Le Conseil d'administration considère unanimement, à l'exception du représentant de Cofitem-Cofimur, que l'opération proposée reste encore sous-évaluée et ne traduit toujours pas un juste prix pour les intérêts financiers des actionnaires et autres porteurs de titres donnant accès au capital de Foncière Paris France.

Le Conseil rappelle sa détermination à préserver les intérêts financiers de l'ensemble de ses actionnaires et à inciter l'initiateur à relever le prix de son offre à un niveau plus proche de la valeur intrinsèque de la société. Dans ce cadre, il rappelle qu'une résolution l'autorisant à émettre des bons d'offre (bons Breton) est inscrite à l'ordre du jour de l'assemblée générale convoquée pour le 8 décembre.

Le Conseil demande à l'Initiateur d'engager au plus tôt un dialogue constructif avec l'ensemble des parties.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société rappelle que l'Initiateur a précisé dans son Projet d'Offre Initial, que :

- les 424.007 actions détenues par le Concert (soit 24.4 % du capital et 25.76% des droits de votes) ne seront pas apportées à l'Offre ;
- la société Cofitem-Cofimur s'est engagée irrévocablement à ne pas apporter à l'Offre les 90.909 OSRA 2010 et 214.770 BSA 2010 qu'elle détient ;
- le Groupe Covéa s'est engagé irrévocablement à ne pas apporter à l'Offre les 227.272 OSRA 2010 qu'il détient.

5. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE

5.1 Structure et répartition du capital de FONCIERE PARIS FRANCE

Pour les besoins de l'Offre Publique Initiale, la Société a diffusé le tableau ci-après, lequel présente la répartition du capital de la Société au 24 octobre 2011 des actionnaires détenant plus de 5% du capital social.

	Nb actions	% du capital et des droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote exerçables
Cofitem-Cofimur	322 270	18,52%	19,58%
PHRV	101 737	5,85%	6,18%
<i>Total Concert PHRV / Cofitem-Cofimur</i>	<i>424 007</i>	<i>24,37%</i>	<i>25,76%</i>
Predica	256 362	14,73%	15,58%
Holding Wilson 250	183 908	10,57%	11,17%
Autres actionnaires	781 568	44,92%	47,49%
Auto-détention	94 113	5,41%	-
	1 739 958	100,00%	100,00%

⁽¹⁾ Sur la base du nombre total de droits de vote correspondant à l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Pour les besoins de l'Offre Publique Complémentée, le tableau ci-après présente la répartition du capital de la Société au 1^{er} décembre 2011 des actionnaires détenant plus de 5% du capital social.

	Nb actions	% du capital et des droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote exerçables
Cofitem-Cofimur	322 270	18,52%	19,58%
PHRV	191 737	11,02%	11,65%
<i>Total Concert PHRV / Cofitem-Cofimur</i>	<i>514 007</i>	<i>29,49%</i>	<i>31,23%</i>
Predica	256 362	14,73%	15,58%
Holding Wilson 250	183 908	10,57%	11,17%
Autres actionnaires	691 568	39,75%	42,01%
Auto-détention	94 113	5,41%	-
	1 739 958	100,00%	100,00%

⁽¹⁾ Sur la base du nombre total de droits de vote correspondant à l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Par courrier reçu par l'AMF le 30 novembre 2011, PHRV et Cofitem-Cofimur ont déclaré avoir franchi de concert les seuils de 25% du capital et des droits de vote de la Société, suite à une acquisition par PHRV de 65 998 actions hors marché.

Par courrier reçu par l'AMF le 1er décembre 2011, PHRV a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 1er décembre 2011, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la Société, suite à une acquisition de 24 002 actions hors marché.

La déclaration d'intention suivante a été effectuée par PHRV dans sa déclaration du 1er décembre 2011 :

Dans l'attente de l'ouverture de l'offre publique d'achat en surenchère, et à la suite de la suppression du seuil de renonciation dont PHRV avait assorti son projet d'offre initial, PHRV est intervenu et a procédé à des achats hors marché de 24 002 actions portant sa participation à 191 737 actions, soit 11,02% du capital et des droits de vote de la société FONCIERE PARIS FRANCE. Cofitem-Cofimur détient toujours 322 270 actions, de sorte que le concert formé par PHRV et Cofitem-Cofimur détient désormais 514 007 actions représentant 29,54% du capital et des droits de vote de la société FONCIERE PARIS FRANCE. (...)

Les achats ont été financés par la trésorerie de PHRV.

PHRV agit de concert avec la société Cofitem-Cofimur conformément à la déclaration de franchissement de seuils et à la déclaration d'intention en date du 6 avril 2011, ainsi qu'aux informations figurant dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 29/11/11.

PHRV envisage de poursuivre ses achats sur le marché ou hors marché, en fonction des conditions de marché et dans le strict respect de la réglementation boursière, en particulier sans dépasser le seuil de 30% jusqu'à l'ouverture de l'offre.

PHRV, qui a déposé un projet d'offre publique d'achat en surenchère, a indiqué à la rubrique 1.2 du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 29/11/11 souhaiter obtenir dans le cadre de cette offre le contrôle de la société [FONCIERE PARIS FRANCE].

5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de FONCIERE PARIS FRANCE

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions FONCIERE PARIS FRANCE, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils.

5.3 Participation directe ou indirecte au sein du capital de FONCIERE PARIS FRANCE dont la Société a connaissance

La Société déclare que l'Initiateur, Cofitem-Cofimur, GMF, MMA Vie, MAAF Assurances S.A. et MAAF Vie, détiennent les titres suivants :

	Actions	OSRA 2006	OSRA 2010	BSA 2005	BSA 2010
Initiateur	191.737	0	0	0	
Cofitem-Cofimur	322.270	0	90.909	0	214.770
GMF	0	0	75.757	0	
MMA Vie	0	0	75.758	0	
MAAF Assurances S.A.	0	0	21.257	0	
MAAF Vie	0	0	54.500	0	
Total	514.007	0	318.181	0	

5.4 Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Non applicable.

5.6 Accords entre actionnaires dont FONCIERE PARIS FRANCE a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice de droits de vote

Sous réserve des informations diffusées par l'Initiateur, la Société a été informée par les sociétés Cofitem-Cofimur, GMF, MMA Vie, MAAF Assurances S.A. et MAAF Vie, de demandes de mise sous séquestre, datées du 7 octobre 2011, portant sur :

- S'agissant de Cofitem-Cofimur, 90.909 OSRA 2010 et 214.770 BSA 2010 ;
- S'agissant de GMF (Groupe Covéa), 75.757 OSRA 2010 ;
- S'agissant de MMA Vie (Groupe Covéa), 75.758 OSRA 2010 ;
- S'agissant de MAAF Assurances S.A. (Groupe Covéa), 21.257 OSRA 2010 ; et
- S'agissant de MAAF Vie (Groupe Covéa), de 54.500 OSRA 2010.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration

La Société est dirigée par un Conseil d'Administration. Le nombre des membres du Conseil d'Administration est fixé par les statuts de la Société sans pouvoir toutefois excéder le chiffre de dix-huit (18). Les membres du Conseil d'Administration sont nommés par l'assemblée générale ordinaire de la Société qui est également compétente pour prononcer leur révocation. La durée des fonctions des administrateurs est de quatre (4) années. Les administrateurs sont toujours rééligibles sous réserve des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

5.8 Règles applicables à la modification de statuts

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour décider ou autoriser des modifications directes ou indirectes des statuts dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

5.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier relatif à l'émission ou le rachat d'actions

L'assemblée générale des actionnaires de la Société du 23 mars 2011 a conféré au Conseil d'Administration de la Société certaines délégations et/ou autorisations particulières relatives à l'émission d'actions.

Délégation de compétences	Maintien du droit préférentiel de souscription	Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances pouvant être émises	Montant nominal maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées	Durée de validité
Augmentation de capital par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société (étant précisé qu'il ne peut être fait usage de la présente délégation de compétence en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, que si cet usage s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre)	oui	150.000.000 €	100.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulée, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa neuvième résolution
Augmentation du capital social par émission et par le biais d'une offre au public de titres financiers, de toutes valeurs	non	100.000.000 €	100.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période

mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société (étant précisé qu'il ne peut être fait usage de la présente délégation de compétence en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, que si cet usage s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre)				non écoulee, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa dixième résolution
Augmentation du capital par émission par le biais d'un placement privé, de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société (étant précisé qu'il ne peut être fait usage de la présente délégation de compétence en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, que si cet usage s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre)	non	40.000.000 €	17.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulee, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa onzième résolution
Augmentation du capital par émission en une ou plusieurs fois de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société au bénéfice d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées	non	40.000.000 €	20.000.000 €	18 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulee, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa douzième résolution
Faculté d'émission, par le Conseil d'Administration, de valeurs mobilières donnant accès au capital au bénéfice d'une ou plusieurs catégories de personnes répondant à des	non	40.000.000 €	20.000.000 €	18 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulee, la délégation accordée par l'assemblée

caractéristiques déterminées, dans le cadre de l'augmentation du capital social par l'émission desdites valeurs mobilières, décidée par l'assemblée Générale,				générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa treizième résolution
Faculté d'émission, par le Conseil d'Administration, d'actions en conséquence de l'émission par une filiale de Foncière-Paris-France, de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, à des actions de la Société	NA	100.000.000 €	100.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulée, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa quatorzième résolution
Augmentation de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes (étant précisé qu'il ne peut être fait usage de la présente délégation de compétence en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, que si cet usage s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre)	NA	NA	20.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulée, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa seizième résolution
Augmentation de capital à la suite d'attribution gratuite d'actions de la Société aux membres du personnel salarié et aux mandataires sociaux (étant précisé qu'il ne peut être fait usage de la présente délégation de compétence en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, que si cet usage s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre)	NA	NA	3.000.000 €	38 mois (à compter du 23 mars 2011) – délégation privant d'effet, pour la partie non utilisée et pour la période non écoulée, la délégation accordée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de la Société du 16 mars 2010 dans sa dix-huitième résolution

Augmentation de capital par l'émission d'actions réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	oui	NA	1.000.000 €	26 mois (à compter du 23 mars 2011)
---	-----	----	-------------	-------------------------------------

Par ailleurs, l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 23 mars 2011 a autorisé au Conseil d'Administration à mettre en œuvre un programme de rachat d'actions.

Ladite autorisation a été donnée pour une durée maximale de dix-huit (18) mois à compter de la date de ladite assemblée. Elle qu'elle peut, le cas échéant, être utilisée, y compris en période d'offre d'achat ou d'échange dans les limites légales et réglementaires applicables.

Lors de la réunion du Conseil d'administration du 12 septembre 2011, l'ensemble des administrateurs, en ce compris la société Cofitem-Cofimur, ont décidé à l'unanimité, dans le cadre d'un plan stratégique, de mettre en œuvre la délégation octroyée lors de ladite assemblée et autorisé la Société à conclure tout accord à cet effet, dans la limite d'un montant de **douze millions d'euros (12.000.000 €)**. Dans un premier temps, le prix maximum de rachat a été fixé à 105 € avec une faculté de le remonter à 110 €, sous réserve d'une nouvelle décision du Conseil d'Administration.

Dans le cadre de ce programme, la Société a procédé à l'acquisition de 42.873 actions pour un montant total de 4.447.416 €.

L'assemblée générale des actionnaires du 8 décembre 2011 s'est prononcée en faveur de la reprise sans délai du programme de rachat d'actions, autorisé par l'assemblée générale du 23 mars 2011 et le Conseil du 12 septembre 2011, en portant à 117 euros le prix maximum du rachat des actions de la Société.

5.10 Accords conclus par FONCIERE PARIS FRANCE qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de FONCIERE PARIS FRANCE, sauf si cette divulgation, hors le cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société rappelle que :

- (i) le dépôt de l'Offre ouvre aux porteurs des OSRA 2006 et aux porteurs des OSRA 2010 le droit de demander le remboursement en numéraire des emprunts obligataires remboursables en actions sur la base de leur valeur nominale. Ce point est notamment rappelé dans son dernier document de référence 2010 en page 144 ;
- (ii) dans certaines circonstances exceptionnelles, notamment en matière de prise de contrôle majoritaire portant sur son capital (OPA, OPE par exemple), les banques prêteuses pourraient, selon la position qu'elles retiendraient au regard de cette opération, rendre exigible les financements consentis à la Société. Ce point est notamment rappelé dans son dernier document de référence 2010 en page 93 (rubrique « Risques de Liquidité »).

A ce jour, la Société n'a pas reçu de demande de remboursement de la part de porteurs d'OSRA ni n'a reçu d'information de la part des banques prêteuses quant à leur position.

La Société ne dispose pas d'une trésorerie disponible suffisante pour permettre le remboursement immédiat de la totalité de ces sommes.

L'Initiateur devra disposer des sommes nécessaires au refinancement de ces lignes, selon la position qui sera prise par chaque banque concernée et par chaque porteurs d'OSRA, étant précisé que :

- les emprunts obligataires s'élèvent à un montant en principal de près de cent cinquante millions d'euros **(150 M€)** ;
- les emprunts bancaires concernés s'élèvent à un montant en principal de près de cent quatre vingt cinq millions d'euros **(185 M€)**.

5.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

S'agissant des administrateurs de la Société, il n'y a pas d'accord spécifique.

S'agissant des mandataires sociaux, il n'y a pas d'accord spécifique.

S'agissant des salariés de la Société, trois contrats de travail prévoient des clauses d'indemnités en cas de départ pouvant intervenir suite à un changement de contrôle de la Société.

5.12 Politique de dividende au titre de l'exercice 2011

Dans sa séance du 15 novembre 2011, le Conseil d'Administration a indiqué son intention de proposer à l'Assemblée générale annuelle qui se tiendra en 2012, une augmentation du dividende de 5,75€ à 6,25€ par action soit une hausse de près de 9%.

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Comme indiqué dans l'avis motivé du Conseil d'Administration sur le Projet d'Offre Initial, l'ensemble des administrateurs de la Société, autres que la société Cofitem-Cofimur (agissant de concert avec PHRV), ont indiqué leur intention de ne pas alors apporter leurs titres à l'Offre.

Lors de l'avis motivé du Conseil d'Administration sur le Projet d'Offre Complété, aucune intention n'a été exprimée par les administrateurs de la Société. Il a été demandé aux administrateurs de s'exprimer sur ce point.

7. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT FONCIERE PARIS FRANCE

Conformément à l'article 6 de l'instruction AMF n°2006-07 relative aux offres publiques d'acquisitions, Foncière Paris France déposera auprès de l'AMF et publiera une mise à jour des éléments significatifs de l'information périodique et permanente publiée au cours de l'exercice, au plus tard à la veille de l'ouverture de l'offre.

8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

"A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée".

Jean-Paul Dumortier, Président Directeur Général