

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



CONSEILLÉE PAR



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE VISANT LES ACTIONS DE SILIC ET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ORNANES DE SILIC

INITIEES PAR



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 14 mars 2012, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Bellot, Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de Silic (www.silic.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais auprès de :

- Silic, 31, boulevard des Bouvets, 92000 Nanterre ;
- Société Générale, CORI/M&A/FRA, 75886 Paris Cedex 18 ;
- HSBC France, 103, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Silic seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2. CONTEXTE DE L'OFFRE	6
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SILIC	8
4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
5. ÉLÉMENTS CONCERNANT SILIC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	19
ANNEXE 1. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	20

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, la société Icade, société anonyme à conseil d'administration au capital de 79.251.083,22 euros, dont le siège social est situé 35, rue de la Gare – 75019 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 582 074 944, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000035081 (« **Icade** »), a déposé le 13 mars 2012 auprès de l'AMF un projet d'offre publique (l'« **Offre** ») visant la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital de la société Silic, société anonyme à conseil d'administration au capital de 69.874.728 euros, dont le siège social est situé 31, boulevard des Bouvets – 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 572 045 151 (« **Silic** »), soit la totalité des actions émises par Silic et des obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes émises par Silic (« **ORNANES** »). L'Offre est composée d'une offre publique d'échange visant les actions Silic (l'« **Offre d'Echange** ») et d'une offre publique d'achat visant les ORNANES (l'« **Offre d'Achat** »).

1.1.1 Titres visés par l'Offre

1.1.1.1 Titres visés par l'Offre d'Echange

L'Offre d'Echange vise (a) la totalité des actions existantes de Silic, ainsi que (b) les actions Silic susceptibles d'être émises à raison (x) de l'exercice par les porteurs d'ORNANES de leur droit à attribution d'actions Silic, (y) de l'exercice des options de souscription Silic attribuées aux salariés de Silic ou de ses filiales (les « **Options** ») et (z) de l'augmentation de capital réservée aux salariés adhérents au plan d'épargne groupe Silic (le « **PEG** ») dont la souscription interviendra pendant l'Offre par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement d'entreprise (un « **FCPE** »), dénommé le « Fonds relais Silic 2012 » (voir section 5.5.2 du présent projet de note en réponse), soit un nombre maximum de 19.564.356 actions Silic¹ (les « **Actions Silic** »).

Il est précisé que les Actions Silic résultant de l'exercice des Options au cours de l'exercice 2012 ou de l'augmentation de capital réservée visée au paragraphe (z) ci-dessus portent ou porteront jouissance à compter du 1^{er} janvier 2012 (les « **Actions Silic Jouissance 2012** ») et ne donneront donc pas droit au Dividende Silic 2011 (tel que ce terme est défini à la section 2.3 du Projet de Note d'Information, tel que ce terme est défini ci-après). Toutes les autres Actions Silic portent jouissance au 1^{er} janvier 2011 (les « **Actions Silic Jouissance 2011** ») et donnent donc droit au Dividende Silic 2011.

Les Actions Silic Jouissance 2011 sont admises au compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000050916.

Les Actions Silic Jouissance 2012 sont et seront admises au compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0011168897.

¹ Soit : (a) 17.470.882 composant le capital de Silic au 29 février 2012, ainsi que (b) 2.093.474 actions susceptibles d'être émises à raison (x) de l'exercice par les porteurs d'ORNANES de leur droit à attribution d'actions Silic soit 1.811.944 actions, (y) de l'exercice des options de souscription Silic attribuées aux salariés de Silic ou de ses filiales soit 205.298 actions, et (z) de l'augmentation de capital réservée aux salariés adhérents au PEG, soit un nombre maximum de 76.232 actions.

Silic a également attribué gratuitement des actions aux salariés de Silic ou de ses filiales conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-6 du Code de commerce (les « **Actions Gratuites** »).

Les principales caractéristiques des ORNANES, des Options et des Actions Gratuites sont respectivement décrites aux sections 2.4, 2.5 et 2.6 du projet de note d'information d'Icade déposé le 13 mars 2012 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (le « **Projet de Note d'Information** »).

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de Silic, autres que les Actions Silic, les Actions Gratuites en période d'acquisition, les ORNANES et les Options.

1.1.1.2 Titres visés par l'Offre d'Achat

L'Offre d'Achat vise la totalité des ORNANES émises par Silic et admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0010961128, soit un nombre maximum de 1.404.608 ORNANES.

L'émission des ORNANES a fait l'objet d'une note d'opération faisant partie du prospectus visé par l'AMF le 3 novembre 2010 sous le numéro 10-386 (la « **Note d'Opération ORNANES** »).

La Note d'Opération ORNANES est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org).

1.1.2 Titres ne pouvant pas être apportés à l'Offre

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les Actions Silic détenues en direct au sein du PEG et dont la période d'indisponibilité prévue à l'article L. 3332-25 du Code du travail n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.1.4 du présent projet de note en réponse) (les « **Actions Silic en PEG Bloquées** »), ne pourront pas être apportées à l'Offre d'Echange.

1.1.3 Termes de l'Offre

Icade offre :

- Dans le cadre de l'Offre d'Echange, aux actionnaires de Silic d'échanger leurs Actions Silic selon une parité de 5 actions nouvelles Icade pour 4 Actions Silic existantes apportées à l'Offre (la « **Parité de l'Offre d'Echange** »). Le nombre maximum, la provenance et les caractéristiques des actions Icade à remettre dans le cadre de l'Offre d'Echange sont décrits à la section 2.9 du Projet de Note d'Information.
- Dans le cadre de l'Offre d'Achat, aux porteurs d'ORNANES d'acquérir leurs ORNANES en contrepartie d'une somme en numéraire de 125,79 euros par ORNANE (le « **Prix par ORNANE** »). Il est précisé que le Prix par ORNANE a été calculé par Icade en prenant pour hypothèse que la date du règlement-livraison de l'Offre serait la Date de Référence ORNANES (tel que ce terme est défini à la section 1.1.7(iii)(c) du Projet de Note d'Information), soit le 21 mai 2012. Dans l'hypothèse où la date de règlement-livraison de l'Offre serait différente de la Date de Référence ORNANES, Icade a précisé que le Prix par ORNANE demeurerait inchangé.

Il est précisé que :

- les Actions Silic Jouissance 2011 seront échangées, coupon 2011 attaché, contre des actions nouvelles Icade portant jouissance à compter du 1^{er} janvier 2011 (coupon 2011 attaché) (les « **Actions Icade Jouissance 2011** ») ;
- les Actions Silic Jouissance 2012 seront échangées contre des actions nouvelles Icade portant jouissance à compter du 1^{er} janvier 2012 (les « **Actions Icade Jouissance 2012** ») ;
- les Actions Silic Jouissance 2012 et les Actions Icade Jouissance 2012 ne donneront respectivement pas droit au Dividende Silic 2011 et au Dividende Icade 2011 (tels que ces termes sont définis à la section 2.3 du Projet de Note d'Information) ;
- la Parité de l'Offre d'Echange est identique à celle retenue pour la rémunération de l'Apport du Bloc Icade (tel que ce terme est défini à la section 2.1 du présent projet de note en réponse) et de l'Apport du Bloc Silic (tel que ce terme est défini à la section 2.1 du présent projet de note en réponse) à HoldCo SIIC ; et
- le Prix par ORNANE a été calculé selon des modalités identiques à celles du Prix de Remboursement Anticipé (tel que ce terme est défini à la section 5.8.1.1 du présent projet de note en réponse). En effet, le Prix par ORNANE correspond au pair majoré des intérêts courus (au taux annuel de 2,5 %) depuis la dernière date de paiement d'intérêts, soit le 1^{er} janvier 2012, jusqu'à la date anticipée du règlement-livraison de l'Offre d'Achat, soit le 21 mai 2012.

Le mécanisme d'ajustement éventuel des termes de l'Offre d'Echange est décrit à la section 2.3 du Projet de Note d'Information.

1.1.4 Déroulement 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. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre au plus tard le neuvième jour de négociation suivant la date de clôture de l'Offre. Euronext Paris indiquera dans son avis la date de règlement-livraison de l'Offre.

L'Offre sera ré-ouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat, et ce pour une période minimale de 10 jours de négociation (l'« **Offre Ré-ouverte** »). Il est précisé que les termes de l'Offre Ré-ouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale. L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre Ré-ouverte.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.14 du Projet de Note d'Information.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.11 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du présent projet de note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Icade dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Description des modalités du rapprochement entre Icade et Silic

La fixation des modalités du rapprochement entre Icade et Silic fait suite à une série d'échanges entre Icade, la Caisse des dépôts et consignations (la « **CDC** ») et Groupama S.A. (« **Groupama** »).

Ces échanges ont abouti à la signature, le 13 décembre 2011, d'un protocole d'accord non engageant entre la CDC, Icade et Groupama (le « **Protocole d'Accord** »).

Concomitamment à la conclusion du Protocole d'Accord, Icade, la CDC, Groupama et Silic ont publié un communiqué de presse conjoint qui est disponible sur les sites internet d'Icade (www.icade.fr), de la CDC (www.caissedesdepots.fr), de Groupama (www.groupama.com) et de Silic (www.silic.fr).

En application du Protocole d'Accord, Icade et la CDC ont remis le 22 décembre 2011 une offre ferme à Groupama (l'« **Offre Ferme** »). L'Offre Ferme a été acceptée par Groupama le 30 décembre 2011.

La remise de l'Offre Ferme par la CDC et Icade ainsi que son acceptation par Groupama ont fait l'objet de communiqués de presse respectivement le 23 décembre 2011 et le 30 décembre 2011. Ces communiqués sont disponibles sur les sites internet d'Icade (www.icade.fr), de la CDC (www.caissedesdepots.fr) et de Groupama (www.groupama.com).

Par lettre-accord en date du 16 février 2012 (la « **Lettre-Accord** »), Icade, la CDC et Groupama ont prorogé l'engagement de Groupama consistant à ce que ses représentants au conseil d'administration de Silic n'approuvent pas, sans l'accord préalable d'Icade et de la CDC, certaines décisions qui seraient soumises au conseil d'administration de Silic, pour autant que ce refus d'approbation soit conforme à l'intérêt social de Silic apprécié dans le contexte de l'opération de rapprochement avec Icade, cet engagement expirant à la date à laquelle les représentants de Groupama au conseil d'administration de Silic auront été remplacés par des représentants de la CDC, de HoldCo SIIC ou d'Icade et au plus tard à la date de la première assemblée générale de Silic suivant le règlement-livraison de l'Offre.

Le Protocole d'Accord, l'Offre Ferme et la Lettre-Accord sont ci-après désignés ensemble la « **Documentation** ».

Les engagements pris par Icade, la CDC et Groupama au titre de la Documentation (autres que ceux relatifs à l'Apport du Bloc Icade et à l'Apport du Bloc Silic, tels que ces termes sont définis ci-après) sont résumés à la section 1.1.3 du Projet de Note d'Information.

En particulier, la CDC s'est engagée à ce que HoldCo SIIC apporte ses Actions Silic à l'Offre.

L'Offre fait suite à la réalisation des étapes suivantes :

- (i) première étape : le 30 décembre 2011, la CDC a apporté à une société filiale dénommée HoldCo SIIC, 28.895.228 actions Icade représentant 55,58 % du capital et des droits de vote d'Icade (l'« **Apport du Bloc Icade** »). Concomitamment, Groupama a apporté à HoldCo SIIC 1.135.336 Actions Silic, représentant 6,5 % du capital et des droits de vote de Silic² (l'« **Apport du Bloc 6,5 %** »). Les apports ont chacun fait l'objet d'un rapport de Messieurs Ledouble et Potdevin, commissaires aux apports désignés par ordonnance du Tribunal de commerce de Paris en date du 9 décembre 2011. Ces rapports ont été déposés au greffe du Tribunal de commerce de Paris le 22 décembre 2011 et mis à la disposition de l'associé unique de HoldCo SIIC dans les délais légaux (voir les sections 1.1.4(i) et 1.1.4(ii) du projet de Note d'Information).

Chacun des apports a été réalisé sur la base d'une parité d'échange de 5 actions Icade pour 4 Actions Silic, coupon 2011 attaché pour chacune des deux sociétés (la « **Parité d'Echange** »). La valorisation de HoldCo SIIC a été déterminée par transparence sur la base de cette parité.

Le 6 février 2012, la CDC et Groupama ont signé un pacte d'associés régissant leurs relations au sein de HoldCo SIIC (voir section 5.3.3 du présent projet de note en réponse).

- (ii) deuxième étape : postérieurement à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en date du 13 février 2012, les associés de HoldCo SIIC ont, par décisions en date du 16 février 2012, approuvé (a) l'apport par Groupama de 6.541.901 Actions Silic représentant 37,45 % du capital et des droits de vote (l'« **Apport du Solde Silic** »), (b) la modification corrélative des statuts de HoldCo SIIC et (iii) la désignation d'un représentant de Groupama en qualité de membre du comité de surveillance de HoldCo SIIC. L'Apport du Solde Silic a fait l'objet d'un rapport de Messieurs Ledouble et Potdevin, commissaires aux apports désignés par ordonnance du Tribunal de commerce de Paris en date du 9 décembre 2011. Ce rapport a été déposé au greffe du Tribunal de commerce de Paris le 8 février 2012 et mis à la disposition des associés de HoldCo SIIC dans les délais légaux (voir la section 1.1.4(iii) du projet de Note d'Information).

L'Apport du Solde Silic a été réalisé le 16 février 2012 selon la Parité d'Echange.

L'Apport du Bloc 6,5 % et l'Apport du Solde Silic sont ci-après dénommés l'« **Apport du Bloc Silic** ».

Au résultat de l'Apport du Bloc Silic et de l'Apport du Bloc Icade, le capital de HoldCo SIIC est détenu, à la date du présent projet de note en réponse, par la CDC et Groupama à hauteur respectivement de 75,07 % et de 24,93 %. A la date du présent projet de note d'information en réponse, HoldCo SIIC détient, de concert avec la CDC et Icade, 7.677.237 Actions Silic représentant 43,94 % du capital et des droits de vote de Silic sur une base non diluée.

L'Offre constitue la troisième étape du rapprochement entre Icade et Silic.

² Pour les besoins de la présente note d'information en réponse, les pourcentages de droits de vote ont été calculés sur la base des droits de vote théorique conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

2.2 Accords entre la CDC et Groupama relatifs à l'investissement de la CDC dans GAN Eurocourtage

Parallèlement aux négociations en vue du rapprochement entre Icade et Silic, la CDC et Groupama ont négocié les modalités de l'éventuelle entrée de la CDC au capital de GAN Eurocourtage, société intégralement détenue par Groupama. Ces modalités ont été arrêtées dans le Protocole d'Accord puis dans l'Offre Ferme acceptée par Groupama le 30 décembre 2011. Elles ont depuis été formalisées dans un pacte d'actionnaires conclu le 15 février 2012. A la suite de la notification adressée par Groupama S.A. à la CDC le 28 février 2012, il est ainsi prévu que la CDC souscrive, le 14 mars 2012, à l'émission d'actions de préférence pour un montant total de 300 millions d'euros. Les termes et conditions de cette opération ont été revus par l'expert indépendant.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SILIC

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de Silic se sont réunis le 12 mars 2012.

Tous les membres étaient présents, étant précisé que Madame Marie-Charlotte DUPARC et Messieurs François NETTER et Christian COLLIN, qui représentent le groupe Groupama ou lui sont liés, et Monsieur Georges RALLI, en sa qualité d'associé-gérant de Lazard, conseil financier de la CDC, avaient fait état, lors de la séance du conseil d'administration de Silic du 12 décembre 2011, d'un conflit d'intérêts et avaient alors indiqué qu'ils s'abstiendraient de participer à toute réunion et de voter sur toute délibération ultérieure du conseil d'administration dont l'objet serait de prendre position sur le projet de rapprochement envisagé entre Silic et Icade.

Par conséquent, ces personnes s'étant retirées de la séance en raison du conflit d'intérêt précédemment évoqué, l'avis motivé qui suit a été rendu par Madame Brigitte SAGNES DUPONT, Monsieur François GIN (représentant de CCPMA Prévoyance), Monsieur Philippe DEPOUX (représentant de GENERALI ASSURANCES IARD), Monsieur Hubert RODARIE (représentant de SMA Vie BTP) et Monsieur Jean-François GAUTHIER.

En l'absence du président du conseil d'administration, Monsieur François NETTER, la séance était présidée par Madame Brigitte SAGNES DUPONT.

Le conseil d'administration de Silic a rendu l'avis suivant :

3.1 « Conséquences de l'Offre pour Silic

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil d'Administration constate que :

- *Depuis 2009, Icade a recentré sa politique d'investissement sur l'immobilier tertiaire en procédant notamment à la cession de son pôle logement et à l'acquisition de la Compagnie de La Lucette ;*
- *Le rapprochement entre Silic et Icade s'inscrit dans la continuité de la stratégie de fonciérisation d'Icade. Il permet de constituer un acteur de tout premier plan du Grand Paris en combinant le patrimoine des deux sociétés. Icade et Silic constitueraient le premier acteur du marché des parcs tertiaires en France avec un patrimoine combiné de près de 9,7 Mds€ ;*

- *Le rapprochement de Silic et Icade permettrait de réunir deux équipes de gestion d'actifs immobiliers de qualité, chacune au savoir-faire reconnu et complémentaire l'une de l'autre ; le nouvel ensemble bénéficierait ainsi d'une proximité de cultures facilitant l'intégration et l'échange des savoir-faire ;*
- *L'ensemble combiné, assis sur des business-model similaires de foncières développeurs, permettrait de proposer une offre commerciale renforcée aux grands utilisateurs compte tenu de l'importance des réserves foncières cumulées avec près de 2 millions de m² constructibles et une approche identique en matière de protection de l'environnement et du développement durable ;*
- *Le nouvel ensemble disposerait d'une structure financière solide facilitant l'accès à des sources de financement diversifiées, bénéficiant d'un statut boursier de premier plan au sein des sociétés foncières cotées, et d'un actionnariat stable avec la CDC comme actionnaire de référence ;*
- *Les baux des actifs d'Icade bénéficient d'une maturité résiduelle de 6.2 ans contre 3.4 pour Silic ; la proportion des actifs récents (moins de 10 ans) est de 68% pour Icade contre 44% pour Silic ;*
- *L'intention d'Icade est de maintenir pour l'ensemble combiné un niveau d'endettement raisonnable avec un LTV combiné d'environ 40%, stratégie similaire à celle engagée par Silic. La politique de distribution de dividendes aura pour objet de respecter les obligations de distribution liées au régime applicable aux sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), pour lequel Silic a opté en 2003.*

3.2 Conséquences de l'Offre pour les salariés de Silic

En ce qui concerne l'intérêt des salariés, le Conseil d'Administration constate que l'intégration de Silic au sein du groupe Icade offre aux salariés de Silic des opportunités d'évolution de carrière au sein d'un groupe qui figurera parmi les principaux acteurs du secteur.

A cet égard, le Conseil d'Administration relève qu'Icade a adressé à Silic deux lettres datées respectivement du 28 février 2012 et du 8 mars 2012 dans lesquelles elle fait part des principes suivants :

- *l'intention d'Icade est d'intégrer Silic en son sein de manière organisée et cohérente ;*
- *l'approche d'Icade est industrielle et non financière ; en particulier il n'y aura pas de recherche de synergies de coûts au détriment des salariés de Silic ; en conséquence, Icade ne procédera à aucun licenciement de salariés de Silic pour motif économique pendant une période de 24 mois à compter du règlement-livraison de l'offre publique initiale, sauf circonstance nouvelle inconnue et rendant nécessaire une telle mesure ;*
- *il existera pour les salariés de Silic qui le souhaitent, des opportunités de mobilité au sein d'Icade et de ses filiales ;*
- *Icade assurera un traitement équitable aux salariés venant de Silic, l'objectif d'Icade étant d'intégrer de manière équitable l'ensemble des salariés de Silic, chacun ayant vocation à contribuer au succès du groupe combiné Icade / Silic ;*
- *Icade adressera, dans les meilleurs délais, aux cadres supérieurs de Silic des propositions de postes au sein de l'entité combinée Icade / Silic ;*

- les équipes de gestion du patrimoine de Silic conserveront leurs implantations actuelles pendant une période d'au moins 1 an et sous réserve de l'évolution du patrimoine de Silic.

Le Conseil d'Administration relève en outre que, dans son projet de note d'information, Icade indique :

- que l'Offre s'inscrit dans une politique industrielle de poursuite et de développement de l'activité de Silic ;
- entendre donc poursuivre la politique de Silic en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines sans qu'il y ait de recherche de synergies de coûts au détriment des salariés de Silic, l'objectif d'Icade étant d'intégrer de manière équitable l'ensemble des salariés de Silic en offrant, pour les salariés de Silic qui le souhaitent, des opportunités de mobilité au sein d'Icade et de ses filiales ; et
- que l'Offre par conséquent n'aura pas en elle-même d'impact sur l'emploi au sein de Silic.

Le management d'Icade a par ailleurs indiqué au Conseil d'Administration que l'ensemble des salariés de Silic devraient trouver leur place dans le pôle foncière du nouvel ensemble.

3.3 Intérêt de l'Offre pour les actionnaires et les porteurs d'ORNANES

Après pris connaissance de l'avis d'HSBC et de l'opinion de l'Expert Indépendant et après en avoir débattu, le Conseil constate que :

- Selon l'Expert indépendant, « l'Offre peut sembler peu généreuse eu égard à la parité offerte » mais demeure « équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'ORNANE » ; l'Expert relève que cette parité résulte des conditions de marché qui prévalaient au moment de l'accord ;
- L'offre ne fait pas apparaître de prime de contrôle, mais se compare favorablement aux critères clé de valorisation retenus par la Société Générale, HSBC et par l'Expert indépendant. En particulier, l'Offre est relative pour les actionnaires de Silic sur la base de la parité d'ANR publié au 31/12/2011, ainsi que sur la base de la moyenne sur 1, 3 et 6 mois des cours de bourse des deux sociétés ;
- Les conditions de souscription éventuelle d'actions de préférence GAN Eurocourtage par la Caisse des Dépôts et Consignations ne conduisent pas, selon l'avis de l'Expert Indépendant, à accorder à Groupama un avantage susceptible de remettre en cause l'égalité des actionnaires ;
- Les actionnaires de Silic apportant leurs Actions à l'Offre d'Echange bénéficieront d'un marché boursier et d'un flottant (+209% par rapport à celui de Silic) élargis en volume leur offrant ainsi une plus grande liquidité.
- Le prix par ORNANE proposé par Icade dans le cadre l'offre publique d'achat a été calculé selon des modalités identiques à celles du prix de remboursement anticipé des ORNANES. Le prix par ORNANE correspond au pair majoré des intérêts courus (au taux annuel de 2,5 %) depuis la dernière date de paiement d'intérêts, soit le 1^{er} janvier 2012, jusqu'à la date anticipée du règlement-livraison de l'offre publique d'achat, soit le 21 mai 2012.
- L'Offre d'Échange leur permettra également de bénéficier plus pleinement des perspectives de croissance liées au Grand Paris au travers d'une des principales foncières françaises cotées.

Toutefois, exerçant la faculté prévue par la réglementation, Monsieur Hubert RODARIE, en sa qualité de représentant permanent de SMA Vie BTP, administrateur personne morale de Silic, a demandé que la présente déclaration soit retranscrite dans le présent avis motivé :

« L'apport de la participation de Groupama de 44% dans SILIC s'analyse à mon sens comme une prise de contrôle par la CDC de SILIC et non pas comme une opération de regroupement des activités de SILIC et d'ICADE.

En conséquence, l'analyse en parité de cette opération préalable de prise de contrôle ne nous paraît pas appropriée pour déterminer le prix de l'offre obligatoire subséquente.

Au contraire, s'agissant d'une acquisition de bloc de contrôle sans référence de prix au cours des douze derniers mois, une évaluation de la valeur réelle de ce bloc doit être réalisée. Le critère usuellement retenu pour les sociétés foncières, est l'ANR. Et rien ne semble justifier de s'en écarter.

En outre, l'offre obligatoire se présentant sous forme d'OPE, les actionnaires de SILIC sont en pratique contraints d'apporter à l'offre en raison de l'absence de liquidité résiduelle du titre SILIC postérieurement à l'offre, et de l'annonce d'un projet de fusion avant la fin 2012 « alors qu'il ne peut être exclu que la parité de fusion soit inférieure à celle proposée dans le cadre de l'OPA » selon termes de la note d'information.

En conséquence, compte tenu du risque particulier attaché à toute acquisition payée par dation en paiement d'actions, les actions ICADE, devraient se voir valorisées au cours de bourse.

Enfin, les informations transmises sur les opérations objets du protocole et sur leurs liaisons ne sont pas suffisantes pour étayer une conclusion selon laquelle il n'y aurait ni complément de prix, ni avantages particuliers.

En conclusion, si nous comprenons parfaitement que les opérations d'apport n'aient pas été réalisées à notre sens à la valeur réelle car les opérations conduisaient à un rapprochement des blocs de contrôle d'ICADE et de SILIC dans le cadre d'une holding détenue par la CDC et Groupama, l'opération est naturellement très différente pour les autres actionnaires de SILIC.

Le rapport de l'expert indépendant conclut certes au caractère équitable de l'opération d'un point de vue financier. Toutefois, notre avis qui doit porter sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, nous conduit à considérer que, du point de vue de l'actionnaire, les conditions de rémunération de l'offre obligatoire ne sont pas équitables du point de vue des actionnaires minoritaires en ce qu'elles ne prennent pas en compte la nature de l'opération et ses conséquences en termes de risques.

En conséquence nous avons recommandé une amélioration significative de l'offre obligatoire présentée par ICADE. »

3.4 Résolution du Conseil

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu et après avoir entendu les arguments développés par Monsieur Hubert RODARIE et en avoir débattu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment par HSBC et l'Expert Indépendant, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité, que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société et de ses salariés. Le Conseil estime également, après en avoir délibéré, à la majorité (3 votes pour, 1 vote contre et 1 abstention), que le projet d'offre correspond à l'intérêt des actionnaires de Silic et des porteurs d'ORNANES et recommande aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs titres à l'Offre.

[...] »

Il est enfin précisé que :

- les sociétés CCPMA Prévoyance et SMA Vie BTP, administrateurs, n'ayant pas pu encore se prononcer, selon leur procédure interne, sur l'apport de leurs titres à l'offre publique, réservent leurs décisions ;
- les autres membres du conseil d'administration ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre les actions Silic qu'ils détiennent, le cas échéant, au-delà des 40 actions Silic qu'ils sont tenus de détenir en application des statuts de Silic en leur qualité d'administrateurs ;
- Silic n'apportera pas à l'Offre ses actions auto détenues lesquelles sont notamment affectées à la couverture des plans d'attribution gratuite d'actions mis en place par la Société.

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

Silic n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

A l'exception (i) de la Documentation (voir section 2 du présent projet de note d'information en réponse) et (ii) du mécanisme de liquidité décrit ci-dessous, Silic n'a par ailleurs connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Icade s'engage, après l'Offre, si les Actions Silic ne sont plus admises aux négociations sur Euronext Paris ou si le marché sur lequel elles sont admises souffre d'une Liquidité Insuffisante (tel que ce terme est défini ci-dessous), à acquérir (i) les Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et (ii) les Actions Silic en PEG Bloquées.

Une « **Liquidité Insuffisante** » sera réputée caractérisée si, bien que les Actions Silic continuent d'être admises aux négociations sur Euronext Paris, Icade détient, directement ou indirectement, seule ou de concert, au moins 85 % du capital et des droits de vote de Silic, ou si le volume moyen d'Actions Silic échangé par jour au cours des 20 (vingt) jours de négociation précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 8.000 Actions Silic, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

Ce mécanisme de liquidité prendra la forme d'une promesse d'échange consentie par Icade au profit du bénéficiaire concerné. L'échange de ces Actions Silic s'effectuera selon la Parité de l'Offre d'Echange.

Le bénéficiaire pourra exercer la promesse d'échange :

- s'agissant des Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre, pendant une période de 6 mois à compter (i) de la fin de la période de conservation ou (ii) de la date de cessibilité anticipée en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ; et
- s'agissant des Actions Silic en PEG Bloquées, pendant une période de 6 mois à compter (i) de la fin de la période d'indisponibilité prévue à l'article L. 3332-25 du Code du travail (laquelle période est, à la date du présent projet de note en réponse, de 5 ans à compter de l'acquisition des actions concernées) au titre d'une tranche donnée ou (ii) de la date de cessibilité anticipée en application de l'article R. 3324-22 du Code du travail.

Le mécanisme de liquidité décrit ci-dessus deviendra caduc de plein droit en cas de fusion par voie d'absorption de Silic par Icade.

5. ÉLÉMENTS CONCERNANT SILIC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1 Structure et répartition du capital

Au 29 février 2012, le capital social de Silic s'élevait à 69.883.528 euros, divisé en 17.470.882 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théorique s'établissait à 17.470.882 (dont 21.477 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Silic et selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, au 29 février 2012, le capital de Silic était réparti comme suit :

REPARTITION DU CAPITAL AU 29 FEVRIER 2012	NOMBRE D'ACTIONS	% DU CAPITAL ET DROITS DE VOTE ⁽¹⁾
HoldCo SIIC ⁽²⁾	7.677.237	43,94 %
Caisse Centrale de Prévoyance Mutuelle Agricole Prévoyance (CCPMA Prévoyance)	987.512	5,65 %
Mutuelle d'Assurance sur la vie du Bâtiment et des Travaux Publics (SMA Vie BTP)	693.353	3,97 %
FCPE SILIC (salariés)	52.467	0,30 %
Actions auto-détenues	21.477	0,12 %
Autres	8.038.836	46,01 %
Total	17.470.882	100 %

(1) Sur la base d'un capital composé de 17.470.882 Actions Silic représentant autant de droits de vote au sens de l'article 223-11 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

(2) Contrôlée par la CDC qui détient à ce jour 75,07 % du capital de HoldCo SIIC, Groupama détenant pour sa part 24,93 % du capital de cette société.

Le nombre total d'actions propres détenues par Silic au 29 février 2012 s'élève à 21.477 et se décompose comme suit :

- 1.580 actions affectées au programme de rachat d'actions ;
- 19.897 affectées au contrat de liquidité (actuellement suspendu).

5.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Silic ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de Silic, au 29 février 2012, le capital social de Silic était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 5.1 ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés au paragraphe précédent, aucun actionnaire détenant plus du seuil statutaire de 2 % du capital et des droits de vote de Silic (voir section 5.3.1 ci-dessous) ne s'est fait connaître auprès de Silic, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Silic dont cette dernière aurait eu connaissance.

5.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

5.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Silic a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuil (article 7 5° des statuts de Silic), en vertu de laquelle tout actionnaire agissant seul ou de concert qui franchit à la hausse ou à la baisse le seuil de 2 % du capital social ou des droits de vote, doit l'informer du nombre total d'actions et de droits de vote qu'il possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans un délai de cinq jours de bourse, à compter de la date du franchissement de seuil.

Le non-respect de cette obligation d'information peut être sanctionné par la privation des droits de vote attachés aux titres excédant le seuil de 2 % non déclaré jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de l'information, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires de Silic, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital.

Aucune autre restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

5.3.2 Accords entre actionnaires dont Silic a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Silic, à la date du présent projet de note d'information en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

5.3.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Silic (article L. 233-11 du Code de commerce)

En application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, l'AMF a été destinataire d'un pacte d'actionnaires, conclu le 6 février 2012, entre la CDC et Groupama qui a vocation à régir leurs relations au sein de HoldCo SIIC par l'intermédiaire de laquelle ils détiennent leurs participations dans Icade et, jusqu'au règlement-livraison de l'Offre, dans Silic. Les principales stipulations de ce pacte sont décrites dans l'avis publié par l'AMF le 17 février 2012 sous le numéro 212C0291 et accessible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

A l'exception de ce qui est indiqué dans le paragraphe qui précède, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions Silic et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Silic en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Il est par ailleurs rappelé que la CDC s'est engagée à ce que HoldCo SIIC apporte ses Actions Silic à l'Offre (voir section 2.1 du présent projet de note en réponse).

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

Néant.

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

5.5.1 FCPE « Fonds Silic »

Il est prévu dans le règlement du FCPE « Fonds Silic » (investi à au moins 95 % en Actions Silic) que les droits de vote attachés aux Actions Silic détenues par le FCPE sont exercés par le conseil de surveillance dudit FCPE qui est par ailleurs seul compétent pour décider d'apporter ou non à l'Offre les Actions Silic détenues par le FCPE.

Au 29 février 2012, le FCPE « Fonds Silic » détenait 52.467 Actions SILIC représentant 0,30 % du capital de Silic.

5.5.2 FCPE « Fonds relais Silic 2012 »

Le conseil d'administration de Silic a décidé, le 8 février 2012, conformément à l'autorisation donnée par l'assemblée générale mixte de Silic du 7 mai 2010 et aux pouvoirs qui lui ont été conférés, de procéder à une augmentation de capital dont la souscription sera réservée aux salariés adhérents au PEG (l'« **Augmentation de Capital Réserve** »).

Les Actions Silic nouvelles porteront jouissance à compter du 1^{er} janvier 2012.

Le nombre maximum d'Actions Silic Jouissance 2012 susceptibles d'être émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réserve s'élève à 76.232. A titre d'information, en 2011, 3.768 Actions Silic avaient été souscrites dans un cadre identique (augmentation de capital réservée aux salariés adhérents au PEG).

La souscription interviendra par l'intermédiaire d'un FCPE « Fonds relais Silic 2012 ». Ce FCPE « Fonds relais Silic 2012 » aura vocation à être absorbé dans les meilleurs délais à l'issue de l'Augmentation de Capital Réserve par le FCPE « Fonds Silic ».

Le règlement du FCPE « Fonds relais Silic 2012 » prévoit que les droits de vote attachés aux Actions Silic détenues par ce FCPE sont exercés par le conseil de surveillance dudit FCPE qui sera par ailleurs seul compétent pour décider, le cas échéant, d'apporter ou non à l'Offre les Actions Silic détenues par le FCPE.

5.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Silic

5.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Silic est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus choisis parmi les associés, sauf décision de porter ce maximum à un chiffre supérieur en cas de fusion dans les conditions prévues par la législation en vigueur. Conformément aux dispositions de l'article L. 225-19 du Code de commerce, le nombre des administrateurs ayant atteint la limite d'âge fixée par ledit article ne peut être supérieur au tiers.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de 4 ans, elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible. Le renouvellement a lieu par ordre d'ancienneté de nomination.

En cas de vacance, par décès ou démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à

titre provisoire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le conseil à titre provisoire sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Il a l'intention de demander, au plus tard à l'assemblée annuelle de Silic devant statuer sur les comptes de l'exercice 2011, la nomination d'un nombre de représentants au conseil d'administration de Silic lui conférant au moins la majorité des sièges.

5.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de Silic dans toutes leurs dispositions, elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote.

A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

5.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation et/ou autorisation	AGE	Échéance	Montant nominal autorisé	Utilisations au cours des exercices antérieurs	Utilisations au cours de l'exercice 2011	Montant résiduel au 31/12/2011
Délégation de compétence pour augmenter le capital par incorporation au capital de réserves, bénéfices et/ou primes	07/05/2010	06/07/2012	25.000.000 €	Néant	Néant	25.000.000 €

Nature de la délégation et/ou autorisation	AGE	Échéance	Montant nominal autorisé	Utilisations au cours des exercices antérieurs	Utilisations au cours de l'exercice 2011	Montant résiduel au 31/12/2011
Délégation pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux actionnaires	07/05/2010	06/07/2012	25.000.000 € (augmentation de capital) 500.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)	Néant	Néant	25.000.000 € (augmentation de capital) 500.000.000 € (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)
Délégation pour augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public et délai de priorité obligatoire	07/05/2010	06/07/2012	17.000.000 € * (augmentation de capital) 500.000.000 € ** (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)	Néant	Néant	11.381.568 € (augmentation de capital) 324.999.889,28 € (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)
Délégation pour augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par placement privé	07/05/2010	06/07/2012	13.000.000 € * 20 % du capital par an (augmentation de capital) 500.000.000 € ** (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)	5.618.432 € (augmentation de capital) 175.000.110,72 € ⁽¹⁾ (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)	Néant	7.381.568 € (augmentation de capital) 324.999.889,28 € ⁽¹⁾ (valeurs mobilières représentatives de créances sur la société)
Délégation pour procéder à toute augmentation de capital, dans la limite de 10 % du capital, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	07/05/2010	06/07/2012	10 % du capital social	Néant	Néant	10 % du capital social
Autorisation d'augmenter le capital en faveur des adhérents d'un PEG	07/05/2010	06/07/2012	320.000€	Néant	15 072 € ⁽²⁾	304 928 €
Autorisation d'attribuer des actions gratuites au personnel et/ou aux mandataires sociaux	06/05/2011	05/07/2014	0,25 % du capital social	N/A	Néant	0,25 % du capital social

* Plafond commun

** Plafond commun

⁽¹⁾ Suite à l'émission des ORNANES.

⁽²⁾ Augmentation de capital social réservée aux salariés de SILIC et SOCOMIE par l'intermédiaire du « FCPE SILIC », décidée par le conseil d'administration du 8 février 2011.

5.8 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Silic

5.8.1 ORNANES

5.8.1.1 Remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

En conséquence de la réalisation de l'Apport du Solde Silic le 16 février 2012 (voir section 2.1 du présent projet de note en réponse) et en application des stipulations de la clause intitulée « *Remboursement anticipé au gré des Obligataires en cas de Changement de Contrôle* » figurant au paragraphe 4.9.4 de la Note d'Opération ORNANES, les porteurs d'ORNANES pourront demander à Silic le remboursement anticipé de tout ou partie de leurs ORNANES à un prix égal au pair (soit 124,59 euros) majoré des intérêts courus (au taux de 2,50 %) depuis la dernière date de paiement d'intérêts précédant la date d'amortissement anticipé, soit le 1^{er} janvier 2012, jusqu'à la date d'amortissement effectif (le « **Prix de Remboursement Anticipé** »).

Silic et Euronext Paris publieront respectivement le 16 mars 2012 des avis indiquant (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, soit le 2 mai 2012, (ii) le Prix de Remboursement Anticipé (soit 125,62825 euros par ORNANE dont 1,03825 euro au titre des intérêts courus) et (iii) la période, allant du 17 mars 2012 au 10 avril 2012 inclus, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des ORNANES, et les ORNANES correspondantes, devront parvenir à BNP Paribas Securities Services (3, rue d'Antin – 75002 Paris), agissant en qualité d'agent centralisateur.

5.8.1.2 Droits des porteurs d'ORNANES en cas d'Offre

L'Offre d'Echange est susceptible d'entraîner un changement de contrôle au sens de l'article 4.16.7(c) de la Note d'Opération ORNANES. En conséquence, en application de la clause 4.16.2(e) de la Note d'Opération ORNANES, les porteurs d'ORNANES pourront, s'ils le souhaitent, exercer leur droit à l'attribution d'Actions Silic (pour autant que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF) au cours d'une fenêtre :

- débutant le premier jour au cours duquel les Actions Silic peuvent être apportées à l'Offre d'Echange ; et
- se clôturant 10 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les Actions Silic peuvent être apportées à l'Offre d'Echange (la « **Fenêtre d'Attribution** »).

En cas d'exercice du droit à attribution d'actions au cours de la Fenêtre d'Attribution, les porteurs d'ORNANES recevront, au choix de Silic :

- (i) des Actions Silic ; ou
- (ii) un montant en numéraire, accompagné le cas échéant d'Actions Silic, pour autant que la Valeur de Conversion (telle que définie à la section 4.16.3 de la Note d'Opération ORNANES) soit supérieure à la valeur nominale d'une ORNANE (soit 124,59 euros).

En application de la clause 4.16.2(c) de la Note d'Opération ORNANES, le Taux de Conversion (tel que ce terme est défini à la section 4.16.2 de la Note d'Opération ORNANES) sera temporairement ajusté au cours de la Fenêtre d'Attribution en multipliant le Taux de Conversion en vigueur avant l'ouverture de l'Offre (soit 1,05) par :

$$1 + 0,3 \times (J / 2.238)$$

Pour les besoins du présent calcul, J signifie le nombre de jours exact restant à courir entre la date d'ouverture de l'Offre (inclusive) et le 1^{er} janvier 2017 (exclu).

L'ajustement du Taux de Conversion bénéficiera exclusivement aux porteurs d'ORNANES qui exerceront leur droit à l'attribution d'Actions Silic au cours de la Fenêtre d'Attribution.

En prenant pour hypothèse que l'Offre serait ouverte le 29 mars 2012, la valeur de J serait de 1.739 et le Taux de Conversion des ORNANES serait de $1,05 \times [1 + 0,3 \times (1.739 / 2.238)] = 1,29$. Au résultat de l'ajustement ci-dessus, une ORNANE donnerait donc le droit d'obtenir 1,29 Action Silic ou sa contrevaletur en numéraire.

L'ajustement temporaire du Taux de Conversion fera l'objet de la publication par Silic d'un avis dans un journal financier de diffusion nationale et d'une publication par Euronext Paris dans les conditions prévues par la clause 4.16.8 de la Note d'Opération ORNANES.

5.8.2 Autres accords

Certains contrats de financement conclus par Silic contiennent des stipulations applicables en cas de changement de contrôle de Silic.

Néanmoins, Silic considère que les clauses concernées de ces contrats ne sont pas susceptibles de jouer dans le cadre de la prise de contrôle de Silic par Icade à raison de la présente Offre.

5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de Silic et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Le directeur général bénéficie, en cas de rupture de son mandat social, de la reprise de son contrat de travail de directeur général adjoint chargé du développement suspendu le temps de l'exercice de son mandat. En cas de licenciement, et sauf cas de faute lourde ou grave, il lui serait versé, sous condition de performance, en complément de ses droits légaux et conventionnels et réglementaires, une indemnité de licenciement spéciale d'un montant égal à 2 ans de rémunération (fixe et variable).

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I. du Règlement général de l'AMF le cabinet Bellot, Mullenbach & Associés a été désigné le 12 décembre 2011 par le conseil d'administration de Silic en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport est reproduit en Annexe 1 du présent projet de note en réponse.

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note d'information en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Philippe Lemoine, Directeur Général

Annexe 1 - Rapport de l'expert indépendant

SILIC

31, boulevard des Bouvets
92000 Nanterre

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET

D'OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE
VISANT LES ACTIONS

ET

D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ORNANES

DE LA SOCIETE SILIC

INITIEES PAR LA SOCIETE ICADE

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	3
2.1.	Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés	3
2.2.	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.3.	Déclaration d'indépendance	4
2.4.	Rémunération de l'expert indépendant	4
2.5.	Diligences effectuées par l'expert	4
3.	PRESENTATION DES SOCIETES SILIC ET ICADE	6
3.1.	Présentation de la société Silic	6
3.1.1.	Principales caractéristiques de la Société	6
3.1.2.	Performances financières historiques	7
3.1.3.	Plan d'affaires 2012-2017	11
3.2.	Présentation de la société Icade	12
3.2.1.	Principales caractéristiques de l'Initiateur	12
3.2.2.	Performances financières historiques	14
3.2.3.	Plan d'affaires 2012-2016	17
4.	EVALUATION DES SOCIETES SILIC ET ICADE	20
4.1.	Méthodes et critères écartés	20
4.1.1.	Actif net comptable	20
4.1.2.	Capitalisation des dividendes et dividendes historiques	20
4.1.3.	Transactions comparables	21
4.2.	Méthodes et critères retenus	22
4.2.1.	Le cours de bourse	22
4.2.1.1.	Évolution du cours de bourse de Silic	22
4.2.1.2.	Évolution du cours de bourse d'Icade	24
4.2.1.3.	Parité induite par les cours de bourse	26
4.2.2.	Les objectifs de cours des analystes	27
4.2.2.1.	Objectifs de cours de Silic	27
4.2.2.2.	Objectifs de cours d'Icade	28
4.2.2.3.	Parité induite par les objectifs de cours	28
4.2.3.	L'actif net comptable réévalué (ANR)	29
4.2.3.1.	ANR EPRA de Silic	29

4.2.3.2.	ANR EPRA d'Icade	31
4.2.3.3.	Parité induite par l'ANR et l'ANR retraité	33
4.2.4.	L'actualisation des flux futurs de trésorerie	34
4.2.4.1.	Evaluation de Silic par la méthode des DCF	35
4.2.4.2.	Evaluation d'Icade par la méthode des DCF	37
4.2.4.3.	Parité induite par la méthode DCF	39
4.2.5.	Les comparables boursiers	39
4.2.6.	Les transactions récentes sur le capital des deux sociétés	41
4.3.	Appréciation de la valeur des ORNANES	43
4.3.1.	Cours de l'ORNANE Silic	44
4.3.2.	Valeur de remboursement anticipé	45
4.3.3.	Valeur de conversion	45
5.	ANALYSE DE L'OPERATION CONNEXE	46
5.1.	Contexte et processus de négociations	46
5.2.	Les Actions de Préférence GEC	46
5.2.1.	Conditions financières et droits politiques attachés aux AP GEC	47
5.2.2.	Discussion	48
5.2.2.1.	Sur la normalité du rendement attendu	48
5.2.2.2.	Sur l'engagement de souscription	49
5.3.	Autres éléments d'appréciation	51
6.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES	53
6.1.	Choix des méthodes et critères d'évaluation	53
6.2.	Analyse des résultats des critères et méthodes utilisés	53
7.	CONCLUSION	55
7.1.	Du rapport d'échange Silic / Icade	55
7.2.	De la valeur de l'ORNANE	57
7.3.	De l'opération connexe et des autres éléments d'appréciation de l'Offre	57
ANNEXES		59

1. PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 13 décembre 2011, la Caisse des Dépôts et Consignations (ci-après « CDC »), Icade SA (ci-après « Icade » ou l'« Initiateur ») et Groupama SA (ci-après « Groupama ») ont conclu un protocole d'accord (ci-après le « Protocole ») fixant les principales modalités :

- d'un possible rapprochement entre les sociétés Icade et Silic (ci-après « Silic » ou la « Société »), respectivement filiales contrôlées par la CDC et Groupama, par voie d'apport (ci-après les « Apports ») et d'offre publique d'échange et d'achat (ci-après l'« Offre ») ;
- d'une éventuelle souscription par la CDC de 300 M€ d'actions de préférence (ci-après les « AP ») émises par la société GAN Eurocourtage (ci-après « GEC »), société filiale à 100 % de Groupama (ci-après l'« Investissement »).

S'agissant de Groupama, au-delà du sens industriel d'un rapprochement entre Silic et Icade, ces opérations (ci-après, ensemble, l'« Opération ») s'inscrivent dans le cadre de la restauration de la couverture du ratio réglementaire de marge de solvabilité du groupe mutualiste, affectée par les conséquences de la crise de la dette dans la zone euro de l'été 2011.

Concernant Icade, le rapprochement avec Silic permet de poursuivre sa stratégie de fonciarisation et de tertiarisation principalement centrée sur l'Île de France et engagée depuis 2009 avec la cession de la majeure partie de son pôle logement et l'acquisition de la Compagnie la Lucette.

Ainsi, en application du Protocole et après acceptation par Groupama le 30 décembre 2011, de la lettre d'offre ferme émise le 22 décembre 2011 par CDC et Icade,

- le 30 décembre 2011, CDC a apporté à sa filiale Holdco SIIC la participation de 55,58 % qu'elle détient dans le capital d'Icade et, concomitamment, Groupama a apporté à Holdco SIIC un bloc d'actions représentant 6,5 % du capital de Silic ;
- le 16 février 2012, après obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence le 13 février 2012, Groupama a fait apport à Holdco SIIC du solde de sa participation dans Silic représentant 37,45 % du capital.

L'ensemble des Apports a été réalisé sur la base d'un rapport d'échange de 5 actions Icade pour 4 actions Silic, toutes deux, coupon attaché.

A l'issue des Apports, le capital d'Holdco SIIC est partagé entre CDC à hauteur de 75,07 %, et Groupama à hauteur de 24,93.

L'actionnariat de Silic a évolué pour sa part de la façon suivante :

Silic	30-déc.-11		Apport à Holdco SIIC		Actions gratuites 9-févr.-12	9-févr.-12	
	Actions	%	30-déc.-11	16-févr.-12		Actions	%
Groupama et affiliés	7 677 237	43,95%	(1 135 336)	(6 541 901)		-	0,00%
Holdco SIIC	-	0,00%	1 135 336	6 541 901		7 677 237	43,93%
Agrica	1 152 801	6,60%				1 152 801	6,60%
SMA Vie BTP	698 667	4,00%				698 667	4,00%
FCPE Silic	60 913	0,35%				60 913	0,35%
Actions autodétenues	27 336	0,16%				27 336	0,16%
Public	7 851 728	44,95%			8 000	7 859 728	44,97%
Total	17 468 682	100,00%	-	-	8 000	17 476 682	100,00%

En application de l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») qui stipule que *« lorsqu'un personne physique ou morale [...] vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou de droits de vote d'une société, elle est tenue [...] de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital et aux droits de vote »*, Icade, agissant de concert avec CDC et Holdco SIIC, propose aux actionnaires de Silic et aux porteurs d'ORNANES émises par Silic :

- d'échanger la totalité de leurs actions existantes ou susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des porteurs d'ORNANES de leur droit à attribution d'actions Silic ou de l'exercice des options de souscription Silic attribuées aux salariés de Silic, avec pour parité d'échange 5 actions Icade coupon attaché, contre 4 actions Silic coupon attaché, dans le cadre de la présente offre publique d'échange (ci-après l'« Offre d'Échange » ou l'« OPE ») ;
- d'acquérir la totalité des ORNANES émises par Silic au prix unitaire de 125,79 € dans le cadre de la présente offre publique d'achat (ci-après l'« Offre d'achat » ou l'« OPA »).

Il est précisé que les actions Silic résultant de l'exercice des options au cours de l'exercice 2012 ou de l'augmentation de capital réservée aux salariés adhérents au plan d'épargne de Silic prévue en 2012 (Actions Silic Jouissance 2012), ne donneront pas droit au dividende au titre de l'exercice 2011. Elles pourront donc être échangées contre des actions Icade sans droit à dividende au titre de l'exercice 2011 (Actions Icade Jouissance 2011) avec une parité identique à celle indiquée ci-dessus, soit 5 actions Icade contre 4 actions Silic.

Il convient de noter que l'Initiateur n'envisage pas la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ou d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire dans les 12 mois à venir, mais qu'il envisage de réaliser une fusion par voie d'absorption de Silic avant la fin de l'année 2012, laquelle sera soumise aux assemblées générales d'actionnaires des deux sociétés ainsi qu'à l'AMF. Le rapport d'échange de cette opération sera déterminé selon une approche multicritères de la valeur des deux sociétés, sur la base des conditions économiques qui prévaudront au moment où la fusion sera proposée, et pourra donc être différente de celle proposée dans le cadre de la présente Offre.

Dans ce contexte et en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, en particulier des paragraphes I 1°, 4° et 5 ° et en l'absence de procédure de retrait obligatoire, le rôle de l'expert indépendant consiste à apprécier le caractère équitable :

- de la parité proposée dans le cadre de l'échange de titres,
- du prix proposé aux porteurs d'ORNANES,
- des conditions financières auxquelles est réalisé l'Investissement.

Cette dernière opération, bien qu'économiquement indépendante des opérations concernant Silic, constitue une opération connexe à l'Offre susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de la parité dans la mesure où, de manière contractuelle, la souscription aux AP GEC est conditionnée à la réalisation définitive de l'apport du solde de la participation de Groupama dans Silic à Holdco SIIC.

Nous rappelons que la présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 70 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros. Son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2011 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr.-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier
sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	Offre Publique d'Echange Simplifiée	CI Areva	CEA	Société Générale
juin-11	Offre Publique d'Achat	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
juin-11	Offre Publique Alternative	Modelabs	Bigben Interactive	Natixis
juin-11	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
oct-11	Offre Publique d'Achat	Maesa	F&B Group	CM -CIC Securities
nov-11	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Novagali	Santen	Goldman Sachs

2.3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis des sociétés Silic et Icade, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006, susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement.

En particulier, nous attestons que le cabinet ou ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leur conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés.

Nous précisons qu'au cours de 18 derniers mois, BM&A est intervenu au sein d'une filiale du groupe Icade dans le cadre de prestations de conseil relatives au processus de contrôle des risques et dont le montant d'honoraires n'est pas significatif au regard du chiffre d'affaires du cabinet.

2.4. Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 380 000 €, hors taxes et débours.

2.5. Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Jean-Louis Mullenbach, associés signataires, assistés de Roland Clère, senior manager spécialisé en évaluation financière, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 16 décembre 2011 au 12 mars 2012, étant précisé que notre cabinet a été nommé en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Silic du 3 janvier 2012 et que notre lettre de mission a été signée en date du 10 janvier 2012. Les principales étapes de l'expertise sont présentées en annexe 1.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes entretenus et avons contacté les personnes dont la liste figure en annexe 2.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité des sociétés parties aux opérations ;
- ii) analyser le contexte général de l'Opération ;
- iii) prendre connaissance de la documentation et des informations qui nous ont été communiquées et dont la liste figure en annexe 3 du présent rapport ;
- iv) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de l'Initiateur et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles de Silic et Icade telles qu'elles ressortent des plans d'affaires qui nous ont été remis ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) déterminer la valeur des actions Silic et Icade par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- viii) prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas et Crédit Agricole CIB et en réaliser un examen critique ;
- ix) analyser la valeur des ORNANES émises par Silic ;
- x) analyser les conditions financières de l'émission des AP GEC en liaison avec les conditions financières des Apports et de l'Offre ;
- xi) examiner les remarques des actionnaires minoritaires.

Concernant ce dernier point, nous avons reçu copie des courriers adressés à l'AMF et au Président du conseil d'administration de Silic émanant d'une association de défense des actionnaires minoritaires, dont nous avons rencontré la présidente et deux de ses mandants, attirant l'attention du régulateur et de la direction de la Société sur notamment, l'absence de prime de contrôle, et sur le fait que le lien entre l'Offre et l'Investissement constitue une atteinte au libre jeu des offres et des surenchères et à l'égalité de traitement des actionnaires. Ces points sont abordés en partie 5.

Au-delà de la documentation et des informations qui nous ont été transmises par les sociétés parties à l'Opération, nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Financial et Datastream. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, dont nous avons pu discuter avec les dirigeants des sociétés parties à l'Opération, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, les directions de Silic et d'Icade n'ont connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à notre disposition.

3. PRESENTATION DES SOCIETES SILIC ET ICADE

3.1. Présentation de la société Silic

3.1.1. Principales caractéristiques de la Société

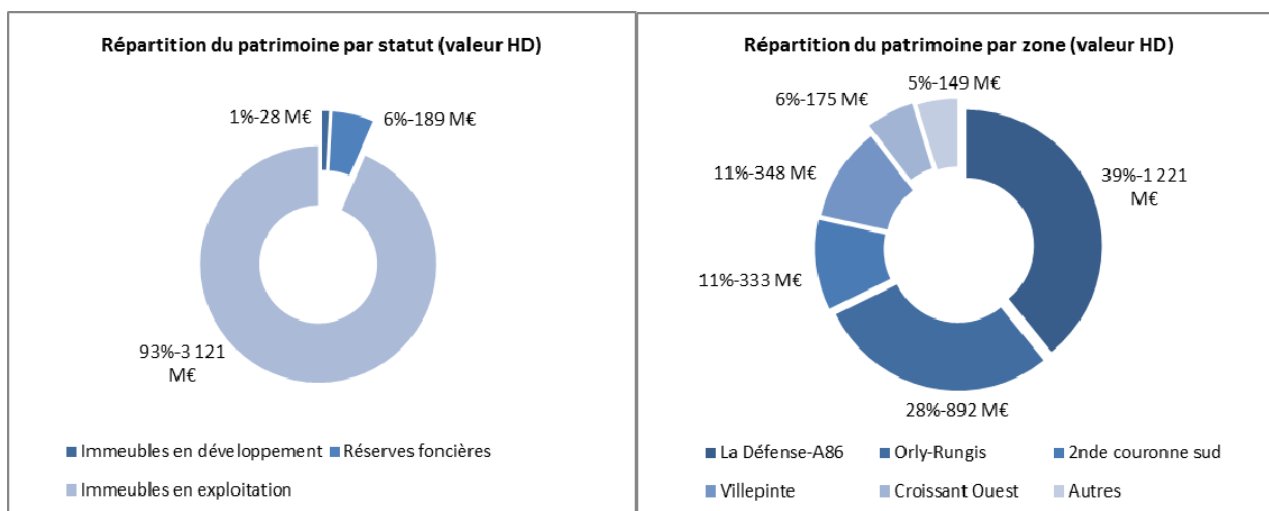
Silic est une société anonyme dont le siège est situé 31, boulevard des Bouvets à Nanterre (92). Elle est enregistrée au registre du commerce sous le numéro 572 045 151. Au 31 décembre 2011, son capital social s'élevait à 69 874 728 € ; il est composé de 17 468 682 actions d'un montant nominal de 4 €.

L'action Silic est cotée au compartiment A d'Euronext Paris (FR0000050916-SIL). La capitalisation boursière de la Société atteignait 1,4 Md€ sur la base du cours de clôture de 80,25 € relevé le 9 mars 2012.

L'histoire de Silic commence avant la 2^{nde} guerre mondiale avec la Société Foncière de la nouvelle ville de Rungis. En 1965, elle devient la Société Immobilière de Location pour l'Industrie et le Commerce (Silic) avec la volonté des pouvoirs publics de voir se développer des parcs immobiliers à vocation industrielle et commerciale dans la zone d'Orly-Rungis. A partir de 1985, elle étend son activité à la Défense, Cergy, Paris Nord-Villepinte, et devient, en 1996, le premier propriétaire français de parcs d'affaires locatifs, après rapprochement avec la société SCIMA Evolic. La Société recentre alors son activité sur l'Ile de France en cédant ses actifs en Province et de taille modeste en région parisienne.

La société emploie 93 personnes.

A la clôture des comptes 2011, Silic détient un patrimoine de l'ordre de 3,3 Mds€ (HD pour « Hors Droits », dont les immeubles en exploitation sont centrés pour les deux-tiers dans le secteur de la Défense (39 %) et à Orly-Rungis (28%), se répartit de la manière suivante :



Les principaux indicateurs de l'activité par zone géographique sont présentés ci-après :

Patrimoine de Silic Immeubles en exploitation	Age moyen ⁽¹⁾	Surface en m²		Loyer en M€		Vacance financière ⁽²⁾	Valeur vénale HD (en M€)	Rendement implicite ⁽³⁾
		louée	totale	loué	potentiel			
La Défense-A86	11,4	218 502	267 218	67,8	79,4	14,6%	1 222,4	6,17%
Orly-Rungis	18,0	306 269	389 913	50,9	64,4	21,0%	892,2	6,85%
2nde couronne sud	21,5	196 295	268 698	21,9	27,2	19,3%	333,5	7,72%
Villepinte	12,3	132 813	155 413	22,5	25,9	13,2%	348,2	7,01%
Croissant Ouest	20,4	63 789	74 876	11,2	13,3	15,5%	175,5	7,14%
Autres	6,9	31 499	67 544	4,4	11,4	61,2%	148,9	7,37%
Total	14,8	949 167	1 223 661	178,7	221,6	19,3%	3 120,7	6,55%

Source : Expertise Silic

⁽¹⁾ en fonction de la valeur HD, depuis la dernière restructuration

⁽²⁾ sur le loyer loué rapporté au loyer potentiel au 31-déc. 2011

⁽³⁾ Loyer potentiel rapporté à la valeur DI

S'agissant des surfaces louées et des loyers qu'elles génèrent (colonne « Loyer en M€/loué »), le tableau ci-dessus est une photographie de la situation de Silic au 31 décembre 2011. Elle ne tient donc pas compte des surfaces en cours de commercialisation à cette date sur des ensembles tels que Montréal (15 000m²) à Rungis ou le Cézanne (20 500m²) à Saint-Denis ; a contrario, elle intègre celles qui doivent faire l'objet d'une densification à l'instar de l'ensemble Défense 1 qui doit devenir le Mozart (30 000m² à démolir et construction d'un ensemble de 87 000m² voir infra).

3.1.2. Performances financières historiques

Au cours des cinq derniers exercices, la Société a enregistré une croissance annuelle moyenne de 7,8% de son chiffre d'affaires. Cette évolution tient compte d'une croissance 2006-2007 de plus de 20 % et d'un coup d'arrêt à partir de 2010. La majeure partie de cette performance provient d'opérations de densification, de restructurations et marginalement, d'acquisitions. Hors livraisons d'actifs et sorties pour travaux ou cessions, la croissance à périmètre constant est en moyenne de 1,5% par an. Dans le même temps, le taux de marge d'EBE est resté relativement stable, autour d'une moyenne de 90%, avec un point bas en 2011, proche de celui atteint en 2006. L'exercice 2011 a en effet été pénalisé par des délais de commercialisation plus longs que prévus sur deux actifs significatifs : le Cézanne (Saint-Denis) et le Montréal (Rungis).

En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TMVA 5 moyenne 6
Revenus locatifs	120 334	145 037	155 378	167 672	172 296	175 287	7,8%
Variation	10,0%	20,5%	7,1%	7,9%	2,8%	1,7%	
Variation à isopérimètre	0,6%	4,5%	4,9%	4,1%	(3,4%)	(2,2%)	1,5%
Rendement vs immeubles livrés (valeur brute moyenne)	6,6%	7,2%	7,4%	7,5%	7,1%	6,6%	7,1%
Charges locatives facturées	34 992	42 633	45 475	48 590	49 664	56 623	10,1%
Taux de refacturation	86,3%	90,9%	92,7%	91,4%	89,6%	87,5%	89,7%
Charges locatives	(40 543)	(46 900)	(49 075)	(53 189)	(55 403)	(64 703)	9,8%
Autres produits et charges sur immeubles	(85)	(830)	(1 169)	(2 145)	(403)	833	ns
Loyers nets	114 698	139 940	150 609	160 928	166 154	168 040	7,9%
En % des revenus locatifs	95,3%	96,5%	96,9%	96,0%	96,4%	95,9%	96,2%
Revenus des autres activités	5 816	6 073	5 506	4 829	5 807	5 557	(0,9%)
Frais de personnel	(8 407)	(8 520)	(9 327)	(9 677)	(9 036)	(9 055)	1,5%
Autres frais généraux	(5 254)	(5 825)	(6 178)	(6 441)	(6 297)	(7 432)	7,2%
Autres produits et charges	391	90	2	(19)	(41)	(139)	ns
Excédent brut d'exploitation	107 244	131 758	140 612	149 620	156 587	156 971	7,9%
Rendement vs immeubles livrés (valeur brute moyenne)	5,9%	6,6%	6,7%	6,7%	6,4%	5,9%	6,4%
En % des revenus locatifs	89,1%	90,8%	90,5%	89,2%	90,9%	89,6%	90,0%

Comme indiqué dans le tableau suivant, la croissance de l'activité qui a résulté de l'effort d'investissement consenti par la Société a été obérée par l'alourdissement induit des charges d'amortissement et des frais financiers. En conséquence, depuis 6 ans, le résultat net de Silic a stagné, étant rappelé que, tout comme Icade, la Société n'a pas opté pour la comptabilisation en valeur de marché de ses immeubles et que, de la sorte, cette stagnation du résultat ne tient pas compte de l'appréciation des valeurs d'actifs à dire d'experts.

En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TMVA 5 moyenne 6
Loyers nets	114 698	139 940	150 609	160 928	166 154	168 040	7,9%
En % des revenus locatifs	95,3%	96,5%	96,9%	96,0%	96,4%	95,9%	96,2%
Excédent brut d'exploitation	107 244	131 758	140 612	149 620	156 587	156 971	7,9%
Rendement vs immeubles livrés (valeur brute moyenne)	5,9%	6,6%	6,7%	6,7%	6,4%	5,9%	6,4%
En % des revenus locatifs	89,1%	90,8%	90,5%	89,2%	90,9%	89,6%	90,0%
Amortissement des immeubles	(46 359)	(56 793)	(58 880)	(65 726)	(70 531)	(75 862)	10,4%
En % des revenus locatifs	(38,5%)	(39,2%)	(37,9%)	(39,2%)	(40,9%)	(43,3%)	
Autres amortissements et provisions	(235)	(580)	(913)	(1 279)	(1 511)	196	ns
Résultat opérationnel	60 650	74 385	80 819	82 615	84 545	81 305	6,0%
En % des revenus locatifs	50,4%	51,3%	52,0%	49,3%	49,1%	46,4%	49,7%
Rés. des cessions d'immeubles de placement	-	-	-	-	1 583	15 772	ns
Coût de l'endettement financier net	(16 684)	(35 629)	(37 273)	(33 534)	(40 634)	(49 486)	24,3%
Variation de juste valeur et actualisation	(459)	(433)	(4 424)	(4 332)	3 966	(4 995)	61,2%
RAI	43 507	38 323	39 122	44 749	49 460	42 596	(0,4%)
Impôt sur le résultat	(476)	(767)	(182)	-	-	-	
Résultat net	43 031	37 556	38 940	44 749	49 460	42 596	(0,2%)
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-	-	
Résultat net pdg	43 031	37 556	38 940	44 749	49 460	42 596	(0,2%)

Il convient de remarquer par ailleurs que la Société n'a pas pour usage de céder des actifs et de cristalliser ainsi des plus-values, mis à part marginalement en 2011, année au cours de laquelle la cession de son ancien siège social, l'immeuble situé place de Rio de Janeiro dans le 8^{ème} arrondissement, lui a permis de dégager une plus-value de près de 16 M€ dans les comptes consolidés et, ce faisant, de limiter la baisse de son résultat net.

Comme indiqué ci-après, la progression de la CAF a été interrompue en 2010 et ressort en recul de 7,5% en 2011, compte tenu des délais de commercialisation précédemment évoqués. De ce fait, sur 5 ans, elle enregistre une croissance moyenne de 3,7% par an, taux inférieur à celui de l'activité.

En K€	2007	2008	2009	2010	2011	Cumul	MMAS moyenne n
Résultat net	37 556	38 940	44 749	49 460	42 596	213 301	(0,2%)
Dotations aux amortissements des immeubles	56 793	58 880	65 726	70 531	75 862	327 792	10,4%
Autres charges calculées	2 485	3 206	3 517	4 068	1 936	15 212	4,4%
Variation de juste valeur et actualisation	433	4 424	4 332	(3 966)	4 995	10 218	ns
(Plus)/moins values de cession	-	-	-	(1 583)	(15 772)	(17 355)	ns
CAF - cash flow net	97 267	105 450	118 324	118 510	109 617	549 168	3,7%
Variation	6,4%	8,4%	12,2%	0,2%	(7,5%)		
Rendement vs immeubles livrés (valeur brute moyenne)	4,8%	5,0%	5,3%	4,9%	4,1%	4,9%	
En % des revenus locatifs	67,1%	67,9%	70,6%	68,8%	62,5%	68,8%	
Impôt de sortie (régime SIIC)	-	(125)	(125)	(1 187)	(1 186)	(2 623)	ns
Variation de BFR	2 545	963	10 550	(6 575)	9 912	17 395	ns
Flux de trésorerie d'activité (avant investissement)	99 812	106 288	128 749	110 748	118 343	563 940	13,4%
Produits de cession	-	1 390	-	3 150	38 670	43 210	ns
Investissements immobiliers	(119 685)	(164 723)	(238 238)	(213 232)	(103 394)	(839 272)	(6,6%)
En % des dotations	84,9%	70,8%	53,6%	78,0%	78,8%	366,1%	
Autres investissements corporels	(722)	(915)	(125)	(145)	(141)	(2 048)	ns
Autres investissements	10	(116)	(211)	(127)	(813)	(1 257)	6,4%
Flux de trésorerie d'investissement	(120 397)	(164 364)	(238 574)	(210 354)	(65 678)	(799 367)	(14,7%)
Augmentation de capital	2 365	1 849	3 237	7 622	2 221	17 294	(10,5%)
Opération sur actions propres	(18 633)	(2 693)	(145)	(964)	(2 343)	(24 778)	(5,5%)
Distributions de l'exercice	(64 861)	(68 993)	(74 092)	(80 411)	(81 073)	(369 430)	6,0%
P/O	151%	184%	190%	180%	164%		
Variation de l'endettement financier hors découverts	76 073	149 152	175 066	165 142	29 053	594 486	(25,9%)
Flux de trésorerie / opérations de financement	(5 056)	79 315	104 066	91 389	(52 142)	217 572	(194,1%)
Variation de trésorerie	(25 641)	21 239	(5 759)	(8 217)	523	(17 855)	(153,4%)

Au cours des 5 dernières années, la Société a investi près de 840 M€ (168 M€ par an en moyenne), dont les ¾ en acquisitions d'actifs nouveaux et en développement-densification (près de 120 M€ par an), le solde consistant en des investissements de restructuration et d'entretien (près de 50 M€ en 2011, en moyenne 30 M€).

Dans le même temps, la société a distribué à ses actionnaires 377 M€ (net des augmentations de capital), soit en moyenne 70 % de la CAF. Il convient de remarquer que, sur la période, Silic a distribué en moyenne 184% de son résultat net consolidé (y compris le dividende prévu au titre de 2011 dans le plan d'affaires) en puisant dans les réserves distribuables résultant de la réévaluation passée de ses actifs. Assujettie au régime SIIC, Silic calcule son obligation de distribution sur la base de son résultat net social, lequel est durablement supérieur à celui issu de ses comptes consolidés qui, du fait de la réévaluation des actifs opérée en 2003 lors de l'adoption de ce régime fiscal, intègrent un écart sur dotations aux amortissements de 10 M€ à 13 M€ par an. Toutefois, même ramené au résultat net social, il ressort un taux de distribution compris entre 115% et 145% sur la période, ce qui devrait conduire à une évolution du modèle économique.

Ces emplois ont été financés pour moitié par recours à l'endettement, le solde provenant des ressources propres à l'entreprise, essentiellement sa capacité autofinancement. Ceci s'est traduit par une augmentation du levier d'endettement calculé sur une base comptable, lequel est passé de près de 50% en 2007 à 71,6% en 2011.

En grandes masses, le bilan fonctionnel de Silic fait notamment ressortir une progression de près de 30% de son actif immobilisé :

Bilan fonctionnel en K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Immeubles de placement	1 628 459	1 658 896	1 701 701	1 817 404	1 978 374	2 097 827
En % des revenus locatifs	1 353%	1 144%	1 095%	1 084%	1 148%	1 197%
Immeubles en cours	18 248	56 359	126 636	184 577	167 539	40 021
Immeubles d'exploitation	10 896	10 707	-	-	-	-
Autres immobilisations corporelles	692	1 121	1 286	1 114	905	847
Immobilisations incorporelles	169	96	100	139	167	734
Immobilisations financières hors dérivés	362	352	350	348	348	298
Fonds détenus pour compte de tiers	1 661	1 565	1 360	2 094	1 854	2 086
Actif immobilisé	1 660 487	1 729 096	1 831 433	2 005 676	2 149 187	2 141 813
Clients	10 086	13 140	11 499	13 675	16 844	22 719
Autres créances	11 268	17 582	25 071	12 809	15 975	12 018
Actifs circulants	21 354	30 722	36 570	26 484	32 819	34 737
Dettes fiscales et sociales à moins d'1 an	(4 157)	(5 159)	(4 222)	(4 644)	(4 881)	(5 114)
Fournisseurs	(7 345)	(8 421)	(8 579)	(8 912)	(8 194)	(10 716)
Autres dettes	(48 784)	(62 528)	(68 100)	(68 484)	(66 792)	(62 778)
Passifs circulants	(60 286)	(76 108)	(80 901)	(82 040)	(79 867)	(78 608)
BFR / (EFR) net	(38 932)	(45 386)	(44 331)	(55 556)	(47 048)	(43 871)
En % des revenus locatifs	(32,4%)	(31,3%)	(28,5%)	(33,1%)	(27,3%)	(25,0%)
Actif d'exploitation	1 621 555	1 683 710	1 787 102	1 950 120	2 102 139	2 097 942

Dans le même temps, conséquence de la politique de distribution mentionnée précédemment et de la prise en compte de la juste valeur des instruments financiers, les fonds propres consolidés de la société ont reculé de 280 M€, l'endettement net progressant pour sa part de près de 750 M€ (613 M€ hors prise en compte de la valeur des couvertures de taux).

Bilan fonctionnel en K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Capitaux propres	837 531	811 688	733 898	689 874	649 758	554 525
Provisions pour risques et charges	1 659	1 378	1 165	1 526	1 959	1 274
Dépôts et cautionnements	28 835	31 214	33 130	35 657	37 015	37 313
Impôt de sortie (exit tax)	-	-	375	250	2 943	1 998
Endettement financier	756 416	860 905	993 075	1 164 956	1 334 993	1 366 688
Instruments dérivés	4 600	(11 436)	39 512	62 745	80 741	140 657
Trésorerie disponible	(7 486)	(10 039)	(14 053)	(4 888)	(5 270)	(4 513)
Endettement net	753 530	839 430	1 018 534	1 222 813	1 410 464	1 502 832
Capitaux engagés	1 621 555	1 683 710	1 787 102	1 950 120	2 102 139	2 097 942

Sur une base comptable, hors prise en compte de la variation des valeurs d'expertise des actifs, il ressort sur la période un niveau de rentabilité des capitaux engagés, que nous calculons après amortissement dans une optique de renouvellement des actifs à long terme (ROCE³), relativement faible et proche du coût des ressources empruntées. Par ailleurs, en dépit d'un léger différentiel et de l'érosion continue des fonds propres, le retour sur fonds propres (ROE⁴) est en moyenne de 5,8% sur la période 2006-2011, ce qui est inférieur au coût du capital de la Société, tel que calculé par nos soins (cf. infra).

³ Return On Capital Employed, rapport du résultat opérationnel courant à l'actif d'exploitation moyen.

⁴ Return On Equity, ou rapport entre le résultat net et les fonds propres consolidés.

Ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Moyenne
Actif d'exploitation hors dépôts reçus	1 592 720	1 652 496	1 753 972	1 914 463	2 065 124	2 060 629	
Résultat opérationnel courant avant options	61 775	75 842	82 664	84 246	86 134	82 578	
ROCE moyen	4,0%	4,7%	4,9%	4,6%	4,3%	4,0%	4,4%
Immeubles et en-cours amortis à 50%	1 207 173	1 278 402	1 366 076	1 499 921	1 631 890	1 663 111	
VNC des immeubles hors en-cours	1 646 707	1 715 255	1 828 337	2 001 981	2 145 913	2 137 848	
Actif d'exploitation amortis à 50%	1 153 186	1 215 643	1 291 711	1 412 403	1 551 101	1 585 892	
ROCE moyen / actifs amortis à 50%	6,1%	6,4%	6,6%	6,2%	5,8%	5,3%	6,1%
Frais financiers	(26 178)	(37 427)	(42 326)	(42 447)	(50 383)	(56 152)	
Endettement financier brut	760 404	864 575	996 537	1 170 552	1 347 859	1 376 596	
Taux emprunteur apparent	3,8%	4,6%	4,5%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%
Résultat net	45 295	40 661	45 839	51 319	46 468	33 951	
Capitaux propres d'ouverture	835 935	837 531	811 688	733 898	689 874	649 758	
ROE	5,4%	4,9%	5,6%	7,0%	6,7%	5,2%	5,8%
Levier (Dettes nettes / capitaux engagés)	46,5%	49,9%	57,0%	62,7%	67,1%	71,6%	59,1%
EBE avant charges de personnel calculées	108 369	133 215	142 457	151 251	158 176	158 244	
Frais financiers	(25 068)	(37 328)	(41 664)	(40 500)	(50 301)	(55 430)	
EBE / frais financiers avant charges calculées	4,3x	3,6x	3,4x	3,7x	3,1x	2,9x	3,5x

En conclusion, hors variation des valeurs d'expertise des actifs, la Société a enregistré au cours des dernières années une croissance moyenne faiblement rentable qui s'est accompagnée par une détérioration de sa structure bilancielle. Elle ne s'est pas traduite par une progression significative de son résultat net ni de sa CAF.

3.1.3. Plan d'affaires 2012-2017

Le plan d'affaires consolidé de Silic établi par le management de la Société en janvier 2012, retrace les prévisions relatives aux exercices 2012 à 2017. Il s'articule autour d'un programme d'investissement de plus de 820 M€ sur la période, soit en moyenne près de 137 M€ par an. L'essentiel des montants envisagés (75%) concerne des investissements de capacité répartis en dix opérations de reconstruction aboutissant à une densification de surfaces locatives actuellement détenues par Silic. Le solde des investissements programmés consiste à 95% en des travaux d'entretien et de réhabilitation et, pour le solde, en des dépenses de restructuration plus lourdes.

Le programme immobilier « Mozart » situé à Nanterre (92) est le principal projet d'investissement ressortant des prévisions, avec la création de 87 000 m² sur le site « La Défense 1 », qui en compte actuellement près de 30 000 m², et présente un taux d'occupation de 61% au 31 décembre 2011. L'agrément a été obtenu pour ce projet de reconstruction et le permis de construire est attendu courant 2012, ce qui autoriserait l'engagement des travaux en 2013 pour une livraison fin 2015. Il représente un investissement de plus de 450 M€ dont il est envisagé d'assurer une partie du financement par l'entrée de partenaires minoritaires à hauteur de 35% au sein d'une structure ad hoc. Dans le plan d'affaires, le montant des investissements assumés par la Société se trouve ainsi réduit à moins de 240 M€ (compte tenu de l'apport des terrains par Silic), les revenus locatifs futurs étant retenus proportionnellement à la quote-part de Silic, soit 65%. Les autres projets de densification se situent principalement à Rungis et ont obtenu, pour les premiers à développer, les agréments et les permis de construire requis. Ils représentent une enveloppe de près de 245 M€ sur la durée du plan, pour des surfaces livrées de plus de 110 000 m². Le solde du programme d'investissement de capacité, soit près de 130 M€, se répartit entre les parcs de Saint Denis, Fresnes et Nanterre. A terme, il est attendu de ces investissements un niveau de rentabilité de plus de 8,3% en moyenne⁵, soit un niveau sensiblement supérieur au coût du capital de la Société estimé par nos soins à 6,2% (cf. infra).

⁵ Rapport des loyers bruts aux investissements.

Ce programme d'investissement est comparable par son ampleur aux montants investis dans le passé par la Société. Il présente toutefois une certaine concentration due au poids du projet Mozart. Par ailleurs, compte tenu de l'évolution tendancielle du levier d'endettement de l'entreprise (cf. supra), sa réalisation requiert, en plus de partenariats financiers, la cession d'actifs non stratégiques prévue fin 2012. Nous relevons que le contexte économique actuel est susceptible d'affecter la bonne réalisation de ces actifs situés en deuxième couronne de la région parisienne, et qui présentent des taux de vacance relativement plus élevés que la moyenne du parc immobilier de la Société. Par ailleurs, il nous est indiqué qu'à ce stade, aucune discussion n'a encore été entamée avec d'éventuels acquéreurs en vue de sa mise en œuvre.

Selon nos calculs, et retenant une hypothèse de croissance de la valeur d'expertise des immeubles de 2% l'an et l'estimation de création de valeur issue du projet Mozart, telle qu'établie par la Société, (cf. évaluation par la méthode de l'ANR), le ratio de dette financière nette rapportée à la valeur des actifs⁶ qui s'établit à 39,1% fin 2011 enregistrerait une baisse à la suite de la réalisation du programme de cession d'actifs pour remonter progressivement à près de 38% du fait du financement des projets de densification, dont notamment Mozart.

Compte tenu des projets de capacité décrits précédemment et des cessions programmées, le taux de vacance physique passerait de 19,1%⁷ fin 2011 à 7,3% à fin 2017, permettant une croissance moyenne de 5,6% par an des revenus locatifs, avec une indexation de 2% par an des loyers des immeubles entrés en location durant le plan, et de 1,6% sur le parc existant à fin 2011. Cette croissance des revenus se traduirait par une progression de plus de 300 points de base de la marge d'EBE et par une augmentation de 7,5% par an en moyenne du résultat net.

Sur la base de ces hypothèses, le retour sur capitaux engagés repris à leur valeur comptable passerait de 4% en 2011 à 6,2% en 2017, soit un taux juste égal au coût du capital de la Société, tel qu'estimé par nos soins. Un calcul de même nature, mais cette fois établi à partir des valeurs d'expertises des actifs, conduit à un niveau de retour sur capitaux engagés de 5,1% en 2017, en ce compris l'augmentation des plus-values latentes résultant d'une hypothèse d'indexation de la valeur d'expertise des actifs (cf. supra). Selon cette approche, le retour sur fonds propres réévalués de la société tendrait vers le coût du capital de 6,2% à condition de retenir une hypothèse d'indexation des valeurs d'expertise au moins égale à 2% par an.

3.2. Présentation de la société Icade

3.2.1. Principales caractéristiques de l'Initiateur

Icade est une société anonyme dont le siège est situé 35, rue de la Gare à Paris, 19^{ème}. Elle est enregistrée au registre du commerce sous le numéro 582 074 944. Au 31 décembre 2011, son capital social s'élevait à 79 251 083,22 € ; il est composé de 51 992 262 actions d'un montant nominal de 1,52 €.

L'action Icade est cotée au compartiment A d'Euronext Paris (FR0000035081-ICAD). La capitalisation boursière de la Société atteignait 3,35 Md€ sur la base du cours de clôture de 64,39 € relevé le 9 mars 2012.

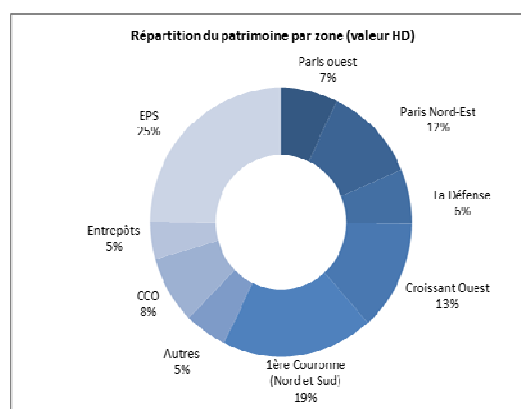
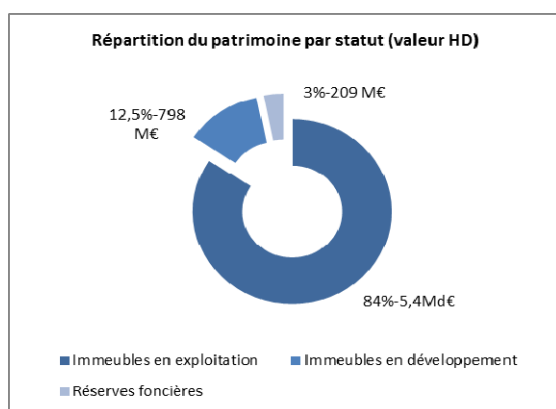
⁶ En retenant la valeur des actifs droits inclus et l'endettement financier hors valorisation des couvertures de taux et des ORNANEs.

⁷ Ou 14,7% calculé sur une définition plus restreinte des surfaces commercialisables selon la méthodologie du management.

L'origine de la société remonte à 1954 avec la création de la Société Centrale Immobilière de la Caisse des Dépôts (SCIC) lors de la reconstruction de la France dans le secteur résidentiel. La société élargit son domaine de compétence avec la construction d'hôpitaux 10 ans plus tard et poursuit sa diversification dans le domaine hôtelier. Dans les années 1990, elle oriente son activité vers l'immobilier de bureau. SCIC prend le nom d'Icade en 2003 et ouvre son capital à d'autres investisseurs que la CDC. Elle fait son entrée en bourse en 2006 et se sépare d'une partie de son patrimoine logement en le cédant à la CDC. En 2009-2010, Icade achève sa stratégie de migration vers le tertiaire en cédant ses actifs de logements et en acquérant la Compagnie de la Lucette.

La société emploie 1 859 personnes, dont 153 pour la foncière et la holding et 1 706 dans les activités de promotion et de services.

Au 31 décembre 2011, Icade possède un patrimoine de l'ordre de 7,5 Mds€, dont 6,7 Mds€ HD pour la foncière tertiaire, 329 M€ HD pour la foncière Logements et des activités de promotion et de services valorisés 427 M€. Le patrimoine de la foncière tertiaire se répartit comme suit (avec CCO : Centres commerciaux, EPS : Établissements publics de santé) :



Les actifs en développement regroupent les actifs en VEFA (57,5 M€), ceux en PPP (168 M€), la tour EQHO (476 M€) et l'immeuble Rhin (38 M€).

Les principaux indicateurs de l'activité de bureaux et de parcs tertiaires par zone géographique sont présentés ci-après :

Patrimoine d'Icade Immeubles en exploitation	Age moyen ⁽¹⁾	Surface en m²		Loyer en M€		Vacance financière ⁽²⁾	Valeur vénale HD (en M€)	Rendement implicite ⁽³⁾
		louée	totale	loué	potentiel			
Paris ouest	23,7	35 501	38 551	21,1	23,2	8,8%	378,8	5,82%
Paris Nord-Est	9,5	131 204	136 446	39,5	41,6	4,9%	627,4	6,37%
La Défense	9,0	67 372	75 842	27,5	30,2	9,1%	352,7	8,07%
Croissant Ouest	8,6	67 542	77 869	39,0	43,7	10,8%	718,6	5,77%
1ère Couronne (Nord et Sud)	21,2	353 591	395 143	71,3	80,1	11,0%	1 013,8	7,57%
Autres bureaux	10,9	152 369	173 146	20,3	23,0	11,4%	285,9	7,69%
Sous-total bureaux & parcs	14,5	807 579	896 997	218,7	241,7	9,5%	3 377,1	6,83%
CCO	5,5	193 166	197 965	25,8	26,8	3,6%	437,0	5,86%
Entrepôts	10,8	537 317	598 075	23,2	25,7	9,9%	247,3	9,84%
EPS	7,7	609 982	609 982	89,2	95,6	6,7%	1 345,8	6,74%
Total	11,9	2 148 044	2 303 018	357	390	8,4%	5 407	6,87%

Source : Expertise Silic

⁽¹⁾ en fonction de la valeur HD, depuis la dernière restructuration

⁽²⁾ sur le loyer loué rapporté au loyer potentiel au 31-déc. 2011

⁽³⁾ Loyer potentiel rapporté à la valeur DI

Les autres zones regroupent la seconde couronne Sud de Paris, la Province et les actifs détenus en Allemagne.

A l'instar de Silic, s'agissant des surfaces et des loyers qu'elles génèrent (colonne « Loyer en M€/loué »), le tableau ci-dessus est une photographie de la situation d'Icade au 31 décembre 2011, hors les surfaces en cours de commercialisation à cette date.

3.2.2. Performances financières historiques

Au cours de 5 derniers exercices, la société a connu une profonde mutation avec la cession de ses actifs de logement et leur remplacement par des actifs tertiaires. Par solde, cette stratégie s'est traduite par une croissance modérée des revenus locatifs, qui ressort en moyenne à 2,4% par an sur 5 ans, et par une amélioration sensible du taux de marge d'EBE, passé de 19,8% à 23,8%, soit une progression de l'EBE de plus de 6 % par an en moyenne.

En M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TMVA 5 moyenne 6
Revenus locatifs yc loyers financiers	322,6	355,5	406,9	419,0	389,2	361,8	2,3%
Contrats de construction et de VEFA	747,3	857,8	940,2	903,7	894,6	979,5	5,6%
Prestations de services	253,9	263,5	244,9	181,7	147,5	147,9	(10,2%)
Ventes de marchandises	3,4	5	6,7	1,2	0,5	2,8	(3,8%)
Chiffre d'affaires	1 327,2	1 481,8	1 598,7	1 505,6	1 431,8	1 492,0	2,4%
Autres produits liés à l'activité	10,5	9,4	7,3	9,4	10,0	3,3	(20,7%)
Produits financiers liés à l'activité	5,5	7,7	9,2	2,8	1,4	1,7	(20,9%)
Achats consommés	(552,5)	(659,2)	(759,8)	(741,1)	(720,9)	(793,7)	7,5%
Services extérieurs	(246,2)	(262,0)	(227,9)	(194,1)	(182,7)	(145,2)	(10,0%)
Impôts taxes et assimilés	(50,4)	(48,9)	(47,2)	(47,2)	(33,2)	(24,6)	(13,4%)
Charges de personnel, intéressement et participation	(220,8)	(226,8)	(232,7)	(217,3)	(192,3)	(173,9)	(4,7%)
Autres charges liées à l'activité	(11,0)	(11,1)	(12,4)	(15,8)	(9,7)	(4,1)	(17,9%)
Excédent brut opérationnel	262,3	290,9	335,2	302,3	304,4	355,5	6,3%
En % du chiffre d'affaires	19,8%	19,6%	21,0%	20,1%	21,3%	23,8%	20,9%

Tout comme Silic, Icade n'a pas opté pour la comptabilisation en valeur de marché de ses immeubles de placement. Elle comptabilise donc également une dotation aux amortissements sur la base de la durée utile estimée des composants des immeubles. Après prise en compte de ces charges, le résultat d'exploitation courant progresse à un rythme légèrement supérieur à celui des produits, soit à 2,7% par an en moyenne. Le reste du compte de résultat est fortement affecté par les fluctuations des plus-values de cession d'actifs, notamment de logements. Hors plus-values

de cession, le résultat net enregistre une évolution également heurtée pour s'établir en moyenne à près de 60 M€ sur la période.

En M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TMVA 5 moyenne 6
Chiffre d'affaires	1 327,2	1 481,8	1 598,7	1 505,6	1 431,8	1 492,0	2,4%
Excédent brut opérationnel	262,3	290,9	335,2	302,3	304,4	355,5	6,3%
En % du chiffre d'affaires	19,8%	19,6%	21,0%	20,1%	21,3%	23,8%	20,9%
Charges d'amort. nettes des subventions d'invest.	(81,4)	(97,0)	(123,5)	(117,8)	(149,4)	(148,6)	12,8%
Résultat opérationnel courant	180,9	193,9	211,7	184,5	155,0	206,9	2,7%
En % du chiffre d'affaires	13,6%	13,1%	13,2%	12,3%	10,8%	13,9%	12,8%
Pertes de valeur / reprises de provisions	13,6	(0,3)	(61,2)	(52,6)	23,2	(32,3)	ns
Résultats de cession	125,0	139,3	296,2	533,2	1 173,9	63,7	ns
Dépréciations de goodwill et d'actifs incorporels	0	0,7	0,1	-	0,4	-	ns
Résultat opérationnel	319,5	333,6	446,8	665,1	1 352,5	238,3	(5,7%)
En % du chiffre d'affaires	24,1%	22,5%	28,0%	44,2%	94,5%	16,0%	38,2%
Résultat financier	(16,8)	(40,7)	(101,3)	(100,2)	(99,3)	(97,2)	42,1%
RAI	302,7	292,9	345,5	564,9	1 253,2	141,1	(14,2%)
Impôt sur le résultat	(76,9)	(247,4)	(31,2)	(34,4)	(33,6)	(44,1)	(10,5%)
Résultat net des sociétés intégrées	225,8	45,5	314,3	530,5	1 219,6	97,0	(15,5%)
Quote part de SME	(0,3)	(0,1)	1,1	4,9	3,0	1,0	
Résultat net consolidé	225,5	45,4	315,4	535,4	1 222,6	98,0	(15,3%)
Résultat des minoritaires	(14,2)	(8,8)	(5,1)	(8,3)	(4,6)	(5,1)	(18,6%)
Résultat net part du groupe	211,3	36,6	310,3	527,1	1 218,0	93,0	(15,1%)
Dont résultat avant exceptionnels et exit tax	87,2	68,1	83,8	20,5	22,1	65,6	(5,5%)

Non affectée par les cessions d'actifs mais enregistrant bien la hausse des frais financiers constatée sur la période, la CAF consolidée progresse de 3,9% par an en moyenne, soit un rythme supérieur à la celui de l'activité.

En M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Cumul	TMVA 5 moyenne 6
Résultat net	225,5	45,4	315,4	535,4	1 222,6	98,0	2 216,9	(15,3%)
Dotation nette aux amortissements et provisions	53,3	91,1	167,9	165,5	117,2	170,8	712,5	26,2%
Variations de justes valeurs	0	(6,3)	(6,9)	(2,3)	(4,3)	(1,5)	(21,3)	ns
Autres produits et charges calculés	2,1	4,3	12,7	8,5	4,1	9,7	39,3	35,9%
Plus ou moins-values de cession d'actifs	-137,7	(138,6)	(295,7)	(545,2)	(1 193,1)	(53,2)	(2 225,8)	(17,3%)
Plus / moins-values de cession de titres part. consolidé	2,4	5,8	2,6	-	0,2	(20,5)	(11,9)	(253,6%)
Quote part de résultat de SME	0	(0,3)	(0,7)	(4,9)	2,3	2,6	(1,0)	ns
Dividendes reçus des SME	-4,1	(1,0)	(2,2)	(2,4)	(2,5)	(0,4)	(8,5)	(37,2%)
Impôt différé	24,5	33,2	(9,0)	14,7	5,1	(4,4)	39,6	ns
CAF avant SME corrigée de l'impôt différé	166,0	33,6	184,1	169,3	151,6	201,2	739,9	3,9%

Sur les 5 derniers exercices, le programme d'acquisition d'actifs a été en grande partie financé par les cessions d'immobilisations de la foncière Logements. Au total, les investissements nets de cessions et les distributions aux actionnaires, représentent des emplois de 1,5 Md€ qui ont été financés à hauteur de 37% par ressources propres (essentiellement l'autofinancement) et à 64 % par des ressources externes d'endettement.

Il convient de noter que le taux de distribution de dividendes est en moyenne d'environ 70 % du résultat net consolidé (excepté en 2007 impacté par un paiement d'exit tax exceptionnel et y compris 2011), soit un niveau sensiblement inférieur à celui de Silic mais qui n'obère pas le niveau des fonds propres de la Société.

En M€	2007	2008	2009	2010	2011	Cumul	TMVA 5 moyenne 6
CAF avant SME corrigée de l'impôt différé	33,6	184,1	169,3	151,6	201,2	739,9	3,9%
Charges et produits calculés du résultat financier	(15,6)	7,7	(0,2)	(6,0)	(2,1)	(16,2)	ns
Variation de BFR liée à l'impôt sur les sociétés	143,0	(132,5)	(50,6)	(110,7)	25,5	(125,2)	ns
Variation de BFR liée à l'activité opérationnelle	(8,9)	(146,0)	78,8	26,8	(3,5)	(52,7)	ns
Flux de trésorerie d'activité (avant investissement)	152,1	(86,7)	197,4	61,8	221,2	545,8	13,0%
Investissements	(646,9)	(777,9)	(385,7)	(445,1)	(726,2)	(2 981,8)	33,5%
Produits de cession	167,8	349,7	618,2	1 658,0	192,3	2 986,0	29,3%
Subventions d'investissement	-	1,7	1,1	4,1	-	6,9	ns
Variation des dépôts de garantie	(0,5)	-	-	(0,4)	0,9	-	ns
Variation des créances financières clients	(20,4)	(33,4)	(36,5)	(17,5)	3,8	(104,0)	ns
Investissements opérationnels	(500,0)	(459,9)	197,1	1 199,1	(529,2)	(92,9)	11,7%
Investissements financiers	(446,9)	(7,1)	8,3	76,1	30,1	(339,5)	(159,8%)
Flux de trésorerie d'investissement	(946,9)	(467,0)	205,4	1 275,2	(499,1)	(432,4)	(6,5%)
Variation de capital	0,3	-	(0,3)	55,6	11,7	67,3	ns
Dividendes	(147,4)	(163,7)	(160,9)	(386,2)	(175,2)	(1 033,4)	(2,2%)
Frais de fusion	(6,4)	-	-	-	-	(6,4)	ns
Variation des titres d'autocontrôle	(46,7)	(11,8)	0,6	(1,9)	1,4	(58,4)	ns
Variation de trésorerie issue des opérations en capital	(193,8)	(175,5)	(160,6)	(332,5)	(162,1)	(1 024,5)	(179,5%)
Variation des emprunts	805,6	817,2	61,6	(1 054,2)	108,9	739,1	(16,1%)
Variation des actifs financiers courants	22,1	2,8	58,8	38,1	76,7	198,5	61,0%
Variation de très. issue des opérations de financement	827,7	820,0	120,4	(1 016,1)	185,6	937,6	(7,2%)
Flux de trésorerie liée aux activités de financement	633,9	644,5	(40,2)	(1 348,6)	23,5	(86,9)	(50,4%)
Variation de la trésorerie nette	(160,9)	90,8	362,6	(11,6)	(254,4)	26,5	(204,6%)

Parvenue quasiment au terme de son programme de cessions d'actifs de logements, le bilan d'Icade, en grandes masses, fait ressortir un quasi doublement de l'actif d'exploitation immobilisé sur la période, portant essentiellement sur les immeubles de placement.

Bilan fonctionnel actif en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Goodwills et relations clientèle	131,9	174,3	161,7	91,2	82,8	80,5
Autres immobilisations incorporelles	7,5	12,9	12,1	10,0	9,1	6,5
Autres immobilisations corporelles	113,2	243,3	463,3	139,2	135,7	129,4
Immeubles de placement	1 939,1	2 549,5	3 027,7	3 045,5	4 495,7	4 878,1
Créances financières clients	187,4	203,4	224,2	260,7	278,2	274,5
Actif d'impôt différé	31,0	23,0	19,6	16,8	14,7	20,9
Dépôts et cautionnements	7,2	5,6	5,5	4,2	3,6	2,3
Actif immobilisé	2 417,3	3 211,9	3 914,1	3 567,6	5 019,8	5 392,2
En % du chiffre d'affaires	757,8%	936%	993%	237%	351%	361%
Actifs circulants	1 224,3	1 351,0	1 427,1	1 177,4	1 278,4	1 324,0
Passifs circulants	(1 068,6)	(1 399,8)	(1 266,4)	(1 029,0)	(1 121,2)	(1 177,4)
BFR net	155,7	(48,8)	160,7	148,4	157,2	146,6
En % du chiffre d'affaires	48,8%	(14,2%)	40,8%	9,9%	11,0%	9,8%
Actif d'exploitation	2 573,0	3 163,1	4 074,8	3 716,0	5 177,0	5 538,8
En % du chiffre d'affaires	806,6%	922%	1 034%	247%	362%	371%
Titres disponibles à la vente	88,3	61,9	19,9	111,7	13,0	2,7
SME	(0,3)	0,1	0,7	6,1	3,8	1,3
Actifs financiers non courants	25,1	73,8	53,0	15,9	25,5	7,5
Actifs destinés à être cédés	20,5	10,1	25,5	309,7	68,9	9,8
Actif hors exploitation	133,5	145,9	99,1	443,4	111,2	21,3
Total actif fonctionnel	2 706,5	3 309,0	4 173,9	4 159,4	5 288,1	5 560,1

Parallèlement à la croissance des immobilisations, l'endettement net est multiplié par 3,8 sur la période, passant (y compris valeur des dérivés de taux) de 720 M€ à 2,7 Mds€. A la différence de Silic toutefois, le ratio d'endettement

d'Icade ne s'est pas dégradé, ses fonds propres progressant de près d'1 Md€, après extériorisation de 2,2 Mds€ de plus-values de cession restituées pour moitié aux actionnaires.

Sur une base comptable, hors prise en compte de la variation des valeurs d'expertise des actifs, comme chez Silic, il ressort sur la période un niveau de rentabilité des capitaux engagés (ROCE) relativement faible et, en fin de période, inférieure aux coût des ressources empruntées. En conséquence, le retour sur fonds propres est en moyenne inférieur au coût du capital de la Société, tel que calculé par nos soins (cf. infra).

Ratios	2007	2008	2009	2010	2011	Moyenne
Actif d'exploitation net de dépôts reçus	3 114	4 034	3 671,8	5 131,9	5 494,8	
Résultat opérationnel courant	194	212	184,5	155,0	206,9	
IS courant	(35)	(13)	(10,8)	(20,5)	(30,9)	
Résultat net courant à dette nulle	159	199	173,7	134,5	176,0	
ROCE moyen	5,6%	5,6%	4,5%	3,1%	3,3%	4,4%
Immeubles amortis à 50%	1 747	1 980	1 172,5	1 677,7	1 936,6	
VNC des immeubles et des en cours	2 550	3 028	3 045,5	4 495,7	4 878,1	
Actif d'exploitation amortis à 50%	2 312	2 987	1 798,8	2 313,9	2 553,3	
ROCE moyen / actifs amortis à 50%	7,4%	7,5%	7,3%	6,5%	7,2%	7,2%
Frais financiers	(62)	(104)	(107,7)	(108,8)	(105,4)	
Endettement financier brut	2 361	3 144	2 867,0	2 875,5	2 999,1	
Taux emprunteur apparent	3,3%	3,8%	3,6%	3,8%	3,6%	3,6%
Résultat avant exceptionnels et exit tax	68	84	21	22	66	
Capitaux propres d'ouverture	1 592	1 420	1 468,9	1 809,9	2 833,2	
ROE	4,3%	5,9%	1,4%	1,2%	2,3%	3,0%
Levier (Dette nette / capitaux engagés)	51,5%	60,7%	53,0%	44,1%	48,6%	51,6%
EBO	290,9	335,2	302,3	304,4	355,5	
EBO avant charges de personnel calculées	289,4	336,4	307,6	302,9	359,6	
Frais financiers	(61,8)	(104,1)	(107,7)	(108,8)	(105,4)	
EBE / frais financiers avant charges calculées	4,7x	3,2x	2,9x	2,8x	3,4x	0,5x

En conclusion, hors variation des valeurs d'expertise des actifs, la Société a enregistré au cours des dernières années une croissance faiblement rentable tout en mettant en œuvre une profonde restructuration qui n'est pas encore parvenue à maturité, à la différence de Silic qui a prolongé des orientations stratégiques établies de longue date. Par ailleurs, au cours de cette phase de restructuration, Icade a renforcé ses fonds propres en cristallisant des plus-values tout en améliorant légèrement sa structure d'endettement.

3.2.3. Plan d'affaires 2012-2016

Le plan d'affaires d'Icade établi en novembre 2011 retrace les prévisions du management pour la période 2012-2016 pour chacun des pôles d'activité. S'agissant de l'activité de foncière, ce plan repose sur un niveau de rotation du parc immobilier plus élevé que celui anticipé par Silic, avec des cessions d'actifs de 1,5 Md€ et des investissements de près de 3,7 Mds€. Ce programme est constitué pour 3,5 Mds€ d'investissements de capacité, ce qui représente 50% de la valeur d'expertise du parc immobilier d'Icade à fin 2011. Retraité des produits de cession d'actifs, l'investissement capacitaire représente un solde net égal à 30% de la valeur du parc à fin 2011, contre 10% pour Silic.

Les investissements de capacité du plan correspondent pour 1,4 Md€ au développement de parcs tertiaires situés principalement à proximité du parc du Millénaire (quartier du canal, Aubervilliers) et dont près de 30% seraient loués ou

cédés à Véolia. Les autres investissements correspondent pour près de 770 M€ à des équipements de santé, et pour 1,3 Md€ à des bureaux. A ce stade, ces projets de bureaux ne sont ni engagés ni identifiés.

Le programme de cession d'actifs du pôle foncière serait exécuté aux 2/3 au cours de l'exercice 2012, avec des produits de cession nets de droits et frais de plus de 960 M€. Il convient de noter que 42% de ce montant (404 M€), correspondent à des actifs sous option d'acquisition de la part de leur unique locataire et à un immeuble en VEFA. Le prix de ces cessions présente donc un aléa limité comparé aux autres actifs dont la vente en 2012 générerait des produits de près de 560 M€. Il convient de noter que pour ces actifs, il ne nous a pas été rapporté l'existence de négociations avec des repreneurs éventuels. Ce parc d'actifs non stratégiques est constitué d'entrepôts, de bureaux en Allemagne et de logements.

En complément des cessions d'actifs, les investissements seraient financés à hauteur de près de 490 M€ par l'entrée d'investisseurs financiers au capital d'Icade Santé, pôle qui concentrerait 770 M€ d'investissements de capacité sur la période du plan. Il faut noter que la première tranche des augmentations de capital ainsi prévues est en cours de finalisation pour un montant de 250 M€ (dont 150 M€ déjà encaissés) représentant 31% du capital d'Icade Santé, la part des investisseurs financiers devant être portée à 46% à l'horizon 2014. Ces augmentations de capital seraient toutes souscrites sur la base de l'actif net réévalué d'Icade Santé à dire d'experts.

Selon nos calculs, et en retenant une hypothèse de croissance de la valeur d'expertise des immeubles de 2% par an, le ratio de dette financière nette rapportée à la valeur des actifs qui s'établit à 36,4% fin 2011 (à méthode comparable à celle retenue par Silic) enregistrerait une baisse à la suite de la réalisation du programme de cession d'actifs, pour remonter progressivement à près de 41% en 2016.

Sur la base de ces prévisions de développement, le management anticipe une progression moyenne de plus de 8% par an du chiffre d'affaires du pôle Foncière, avec une indexation des loyers à un taux moyen de 1,7% par an, proche de celui retenu par Silic. D'autre part, sur la période, le taux de vacance financière passerait de 7% en moyenne pour les actifs de bureaux et de parcs tertiaires, à 5,3%, engendrant une baisse des charges non refacturées à mesure de la commercialisation des nouveaux actifs. Compte tenu de la maîtrise attendue des frais de structure et de la baisse du poids relatif des activités moins rentables (notamment la location de logements), la marge d'EBE foncière rejoindrait à l'horizon 2016 le niveau attendu par Silic dans son propre plan d'affaires, ce qui constitue une nette amélioration de la rentabilité en comparaison de la situation actuelle.

S'agissant de l'activité de promotion et de services, les prévisions du management font ressortir un rythme de croissance du chiffre d'affaires de 1,1% en moyenne sur la période 2011-2016. Il est à noter que le chiffre d'affaires prévisionnel de la promotion repose pour l'essentiel sur des projets identifiés jusqu'en 2014 pour le secteur logement et 2013 pour le secteur tertiaire, ce qui garantirait la progression de l'activité des deux premières années du plan. A partir de 2014, il est en revanche fait l'hypothèse d'une baisse d'activité. La marge d'EBE moyenne sur la durée du plan serait, quant à elle, inférieure à celle observée au cours des 3 derniers exercices. Ces prévisions nous semblent assez cohérentes avec celles du consensus d'analystes relatif au groupe Nexity, considéré comme le plus proche comparable.

En synthèse, au niveau consolidé, ces prévisions font ressortir un retour sur capitaux engagés moyens comptables passant de 3% en 2011 à 4,8% en 2016. En retenant une hypothèse d'indexation de 2% par an des valeurs d'expertise

des immeubles de placement, le rendement des capitaux engagés réévalués tendrait quant à lui vers 5,4% en 2016. Tout comme pour Silic, l'effet de levier financier permettrait en fin de plan d'atteindre, voire de dépasser, le coût du capital de 6,2% tel que défini par nos soins. Il convient de noter que ces calculs supposent le maintien du régime fiscal dérogatoire des SIIC dont bénéficient Icade et Silic. En cas de retour au régime de droit commun ou d'une dégradation du régime actuel, ce que la puissance publique n'a pas évoqué à ce jour, les ratios de rentabilité précédemment évoqués seraient sensiblement dégradés et ne permettraient plus d'atteindre l'exigence actuelle de rendement des investisseurs en actions.

4. EVALUATION DES SOCIETES SILIC ET ICADE

Conformément au règlement général en matière d'expertise indépendante et aux recommandations de l'AMF, le prix d'une offre ou la parité s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Au cas présent et au-delà des méthodes habituellement utilisées, nous avons mis en œuvre les méthodes qui nous ont semblé les plus pertinentes eu égard aux particularités de l'activité foncière.

4.1. Méthodes et critères écartés

4.1.1. Actif net comptable

L'actif net comptable (ou situation nette) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. Les sociétés Silic et Icade comptabilisent leurs actifs immobiliers au coût historique diminué du cumul des amortissements, et non selon le modèle de la juste valeur sur la base d'une évaluation réalisée par un expert indépendant utilisé par la plupart des sociétés foncières cotées.

L'actif net comptable n'est donc pas représentatif de la valeur réelle des patrimoines des deux sociétés. En revanche, cette valeur est appréhendée dans la méthode de l'actif net réévalué mise en œuvre par ailleurs (cf. infra).

A titre d'information, au 31 décembre 2011, les actifs nets comptables de Silic et d'Icade s'établissaient respectivement à 31,8 € et 53,13 € par action, sur la base d'un nombre d'actions hors autocontrôle.

4.1.2. Capitalisation des dividendes et dividendes historiques

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire qui serait établie à partir des dividendes anticipés. Nous avons par ailleurs développé la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie qui nous paraît appréhender plus complètement la capacité de génération de cash-flows des sociétés compte tenu des hypothèses retenues dans leurs plans d'affaires respectifs (voir infra).

S'agissant des dividendes versés historiquement par les sociétés, ils sont présentés pour information, ainsi que la parité induite, dans le tableau ci-dessous :

Dividende (en €/action)	2006	2007	2008	2009	2010 (1)	2011e (2)	Moyenne	
							y c. 2006	hors 2006
Silic	3,73 €	4,00 €	4,30 €	4,65 €	4,65 €	4,65 €	4,33 €	4,45 €
Icade	0,97 €	3,25 €	3,25 €	3,25 €	7,30 €	3,72 €	3,62 €	4,15 €
Icade hors div. exceptionnel	0,97 €	3,25 €	3,25 €	3,25 €	3,30 €	3,30 €	2,89 €	3,27 €
Parité	3,85	1,23	1,32	1,43	0,64	1,25	1,20	1,07
Parité hors div. excep.	3,85	1,23	1,32	1,43	1,41	1,41	1,50	1,36

(1) Dividende exceptionnel de 4,00 € par action mis en paiement le 28 septembre 2010 à titre d'acompte, à la suite de la cession des actifs logement

(2) Dividende Silic estimé par Icade. Dividende Icade proposé par référence à la parité induite par l'OPE, conformément à l'offre ferme faite à Groupama

La séquence des dividendes versés illustre la modification du modèle économique d'Icade marqué par la cession de la majeure partie de ses actifs résidentiels. Compte tenu de cette évolution, la référence aux dividendes versés historiquement ne nous semble pas pouvoir être retenue comme critère pertinent d'évaluation de la parité.

Pour les raisons évoquées supra, nous avons donc écarté les approches de valorisation fondées sur le dividende.

4.1.3. Transactions comparables

A notre connaissance, il n'existe pas d'opérations récentes de même nature que celle de l'Offre objet de l'expertise. Les dernières opérations concernant des sociétés foncières consistent en des offres publiques d'achat (PHRV sur FPF en décembre 2011, Monroe sur Eurosic en juillet 2011) ou des offres publiques de retrait (Gecina sur Gecimed en juin 2011, Testa Immeubles en Renta sur Tesfran en mai 2011).

Le 8 mars 2012, nous avons pris connaissance de l'opération de cession d'un bloc de 28,7 % de Klépierre par BNP Paribas (sur une participation totale pré opération de 50,9 %) à Simon Property Group. Cette cession a été réalisée à un prix de 28 € par action Klépierre qui présente une prime sur le cours de bourse comprise entre 15 % et 28 % sur des périodes variant de 20 jours de bourse à 12 mois, au 7 mars 2012, veille de l'annonce de l'opération, et une décote de 10,8 % sur l'ANR de Klépierre au 31 décembre 2011. A l'instar des opérations citées au paragraphe précédent, cette opération est d'une nature différente de celle proposée entre Silic et Icade dans la mesure où il s'agit d'une acquisition et non d'un échange. Sa prise en compte n'aurait pas modifié les parités issues de l'analyse des cours de bourse et des ANR. Par ailleurs, cette opération ne conduit pas à une offre publique pour les actionnaires minoritaires de Klépierre. Enfin, la nature des actifs composant le patrimoine de Klépierre est sensiblement différente de celle d'Icade et plus encore de celle de Silic, puisqu'il est constitué dans sa très grande majorité de centres commerciaux, les bureaux représentant moins de 3 % des loyers en 2011. Cette raison nous a conduits à exclure Klépierre et Unibail de l'échantillon des sociétés comparables (cf. §4.2.5.). Sur la base de l'ensemble de ces éléments, nous ne retenons pas cette transaction.

4.2. Méthodes et critères retenus

4.2.1. Le cours de bourse

S'agissant du critère du cours de bourse, nous retenons la date de référence du 24 novembre 2011, soit la veille des premières rumeurs de presse évoquant la cession rapide de Silic. A titre d'information, nous présentons également l'évolution des moyennes pondérées de cours depuis cette date (arrêté au 24 février 2012).

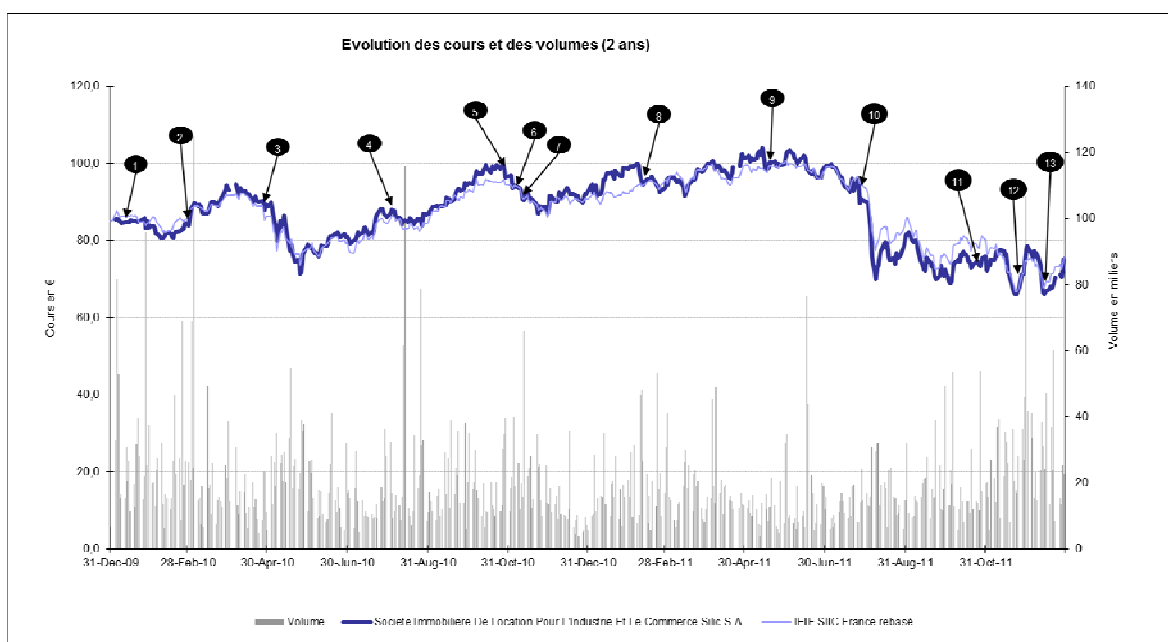
4.2.1.1. Évolution du cours de bourse de Silic

Les actions de la société Silic sont admises aux négociations au compartiment A de NYSE Euronext Paris (FR0000050916-SIL). L'action compose notamment les indices généraux SBF 120 (0,11 % du poids de l'indice) et CAC All-TRADABLE (0,10%), ainsi que les indices sectoriels IEIF SIIC France (6,90%) et CAC REAL ESTATE (3,56%).

Entre le 12 septembre 2008 (veille de la chute de Lehman Brothers) et le 24 novembre 2011, le cours de Silic affiche une baisse de plus de 27 %, inférieure à celle affichée par le SBF sur la même période (-31,4 %) et équivalente à celle de l'indice IEIF SIIC France. Le cours de l'action s'est redressé depuis cette date, puisque le repli du cours n'est plus que de 15,5 % entre le 15 septembre 2008 et le 24 février 2012, performance équivalente à celle de l'indice SBF 120, mais inférieure à celle de l'indice IEIF SIIC France (-12%).

Sur 12 mois glissants, entre le 25 novembre 2010 et le 24 novembre 2011, l'action Silic présente une baisse de son cours de 25 % pour une diminution équivalente de l'indice IEIF SIIC et de l'indice SBF 120.

L'évolution du cours de bourse sur 24 mois arrêté à fin décembre 2011 est présentée dans le graphique ci-dessous :



Renvois	Dates	Evènements
1	8-janv.-10	SMABTP franchit en baisse le seuil de 5 % du capital
2	27-févr.-10	Annonce des résultats 2009 et du dividende (4,65€).
3	23-avr.-10	Chiffre d'affaires 1T2010
4	28-juil.-10	Résultats 1S2010. ANR de liquidation 96,13 € contre 99,27 € au 30 juin 2009
5	22-oct.-10	Chiffre d'affaires 3T2010, en hausse de 1,7 %
6	4-nov.-10	Lancement d'une émission obligataire de 200 M€
7	11-nov.-10	Annonce du placement de 175 M€ d'Ornane (pas d'exercice de l'option de surallocation)
8	8-févr.-11	Annonce des résultats 2010, ANR, chiffre d'affaires et bénéfice en progression. Dividende de 6,65 €
9	16-mai-11	Détachement du dividende de 4,65 €
10	26-juil.-11	Résultats 1S2011. Baisse du taux d'occupation et de l'ANR à 102,84 € - Début de la crise boursière de l'été 2011
11	20-oct.-11	Résultats 3T2010. Baisse des taux d'occupation et du cash-flow
12	25-nov.-11	Premières évocations de la cession rapide de Silic
13	13-déc.-11	Publication de l'accord CDC/Groupama/lcade

Au cours des 12 derniers mois (au 24 novembre 2011), le cours moyen de clôture pondéré par les volumes a évolué dans une fourchette comprise entre 65,45 €, le 24 novembre 2011, et 104,00 €, le 13 mai 2011.

Les différentes moyennes pondérées par les volumes du cours de l'action, calculées au 24 novembre 2011, et les volumes échangés, sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	104,00	51,70	80,38	17 171 828	21 959	98,5%	219,0%	98,5%
24 mois	104,00	65,46	87,31	10 139 950	19 425	58,1%	129,3%	98,9%
12 mois	104,00	65,46	88,47	4 421 756	16 942	25,4%	56,4%	99,2%
6 mois	103,95	65,46	81,74	2 349 100	17 796	13,5%	30,0%	100,0%
3 mois	82,35	65,46	74,00	1 285 529	19 478	7,4%	16,4%	100,0%
20 jours de bourse	78,48	65,46	73,57	441 507	22 075	2,5%	5,6%	100,0%
Spot	68,80	65,46	66,30	16 737	16 737	0,1%	0,2%	

L'action est cotée tous les jours et la rotation de son flottant, 56,4 % sur 12 mois, est satisfaisante bien qu'inférieure aux sociétés comparables du secteur que sont Icade, Gécina ou Foncière des Régions. Nous retenons donc ce critère à titre principal pour les moyennes à 20 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois, soit une valeur comprise entre 73,57 € et 88,47 €.

A titre d'information, les différentes moyennes pondérées par les volumes du cours de l'action, calculées au 24 février 2012, et les volumes échangés, sont les suivantes :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	104,00	51,70	81,19	17 000 562	21 740	97,5%	216,9%	98,7%
24 mois	104,00	65,17	85,61	10 168 961	19 481	58,3%	129,7%	99,0%
12 mois	104,00	65,17	82,22	5 043 953	19 325	28,9%	64,3%	98,9%
6 mois	82,35	65,17	73,87	2 984 483	22 610	17,1%	38,1%	99,2%
3 mois	81,50	65,17	73,77	1 698 954	25 742	9,7%	21,7%	98,5%
20 jours de bourse	81,50	75,39	78,82	398 469	19 923	2,3%	5,1%	98,5%
Spot	78,28	76,38	77,15	10 074	10 074	0,1%	0,1%	

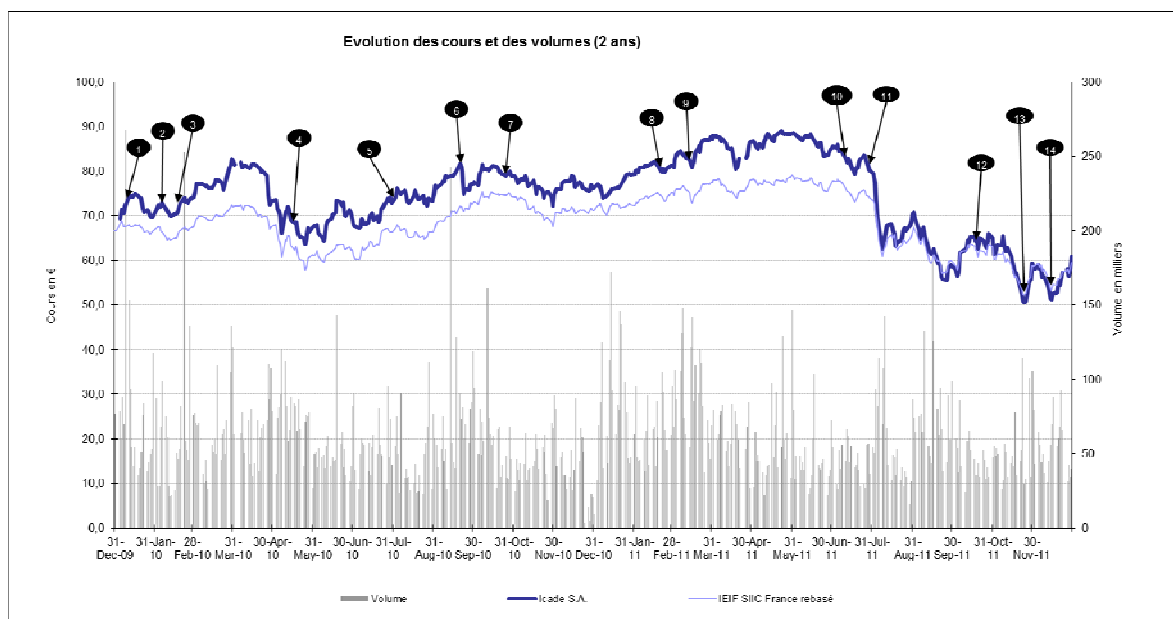
4.2.1.2. Évolution du cours de bourse d'Icade

Les actions de la société Icade sont également admises aux négociations au compartiment A de NYSE Euronext Paris (FR0000035081-ICAD). L'action compose les mêmes indices que Silic, et notamment le SBF 120 (0,19 % du poids de l'indice) et le CAC All-TRADABLE (0,18%), ainsi que les indices sectoriels IEIF SIIC France (12,17%) et CAC REAL ESTATE (6,27%).

Entre mi-septembre 2008 et le 24 novembre 2011, le cours d'Icade affiche une baisse d'environ 23 %, inférieure à celle affichée par le SBF sur la même période (-31,4 %) et à celle de l'indice IEIF SIIC France (-27,1%). Comme le cours de Silic, celui d'Icade s'est redressé depuis cette date, puisque le repli du cours n'est plus que de 6,5 % entre le 15 septembre 2008 et le 24 février 2012, une performance supérieure à celle de l'indice SBF 120 (-15,5 %), et à celle de l'indice IEIF SIIC France (-12%).

Sur 12 mois glissants, entre le 25 novembre 2010 et le 24 novembre 2011, l'action Icade présente une baisse de son cours de 33 % pour une diminution de l'indice IEIF SIIC et de l'indice SBF 120 de l'ordre de 25 %.

L'évolution du cours de bourse sur 24 mois arrêté à fin décembre 2011 est présentée dans le graphique ci-dessous :



Renvois	Dates	Evènements
0	24-déc.-09	Annnonce de l'acquisition de la Compagnie de la Lucette
1	11-janv.-10	Relèvement de recommandation d'un courtier
2	17-févr.-10	Annnonce de la finalisation du rapprochement entre Icade et CLL
3	17-févr.-10	Annnonce des résultats 2009, du dividende 2009 (3,77€) et d'un dividende exceptionnel au 2S2010 (au moins 4,00€)
4	15-mai-10	Chiffre d'affaires 1T2010
5	26-juil.-10	Résultats 2S2010
6	16-sept.-10	Annnonce de la distribution exceptionnelle d'un dividende de 4,00€, détaché le 23 septembre 2010
7	21-oct.-10	Chiffre d'affaires 3T2010, en baisse de 12%
8	16-févr.-11	Publication des résultats 2010, dividende de 3,30€
9	12-mai-11	Chiffre d'affaires 1T2011 en forte hausse
10	11-juil.-11	Acquisition des murs de 7 cliniques
11	26-juil.-11	Publication des résultats 2S2011 - Début de la crise boursière de l'été 2011
12	19-oct.-11	Chiffre d'affaires 3T2010
13	25-nov.-11	Premières évocations de la cession rapide de Silic
14	13-déc.-11	Publication de l'accord CDC/Groupama/Icade

Au cours des 12 derniers mois (au 24 novembre 2011), le cours moyen de clôture pondéré par les volumes a évolué dans une fourchette comprise entre 50,44 €, le 24 novembre 2011, et 89,50 €, le 24 mai 2011.

Les différentes moyennes pondérées par les volumes du cours de l'action, calculées au 24 novembre 2011, et les volumes échangés, sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	89,50	45,48	70,79	46 976 753	60 073	90,4%	210,1%	98,5%
24 mois	89,50	50,44	75,08	31 303 549	59 968	60,2%	140,0%	98,9%
12 mois	89,50	50,44	76,25	15 587 864	59 724	30,0%	69,7%	99,2%
6 mois	88,89	50,44	70,24	7 229 827	54 771	13,9%	32,3%	100,0%
3 mois	71,61	50,44	61,83	3 791 361	57 445	7,3%	17,0%	100,0%
20 jours de bourse	66,47	50,44	59,19	976 229	48 811	1,9%	4,4%	100,0%
Spot	52,55	50,44	50,55	29 806	29 806	0,1%	0,1%	

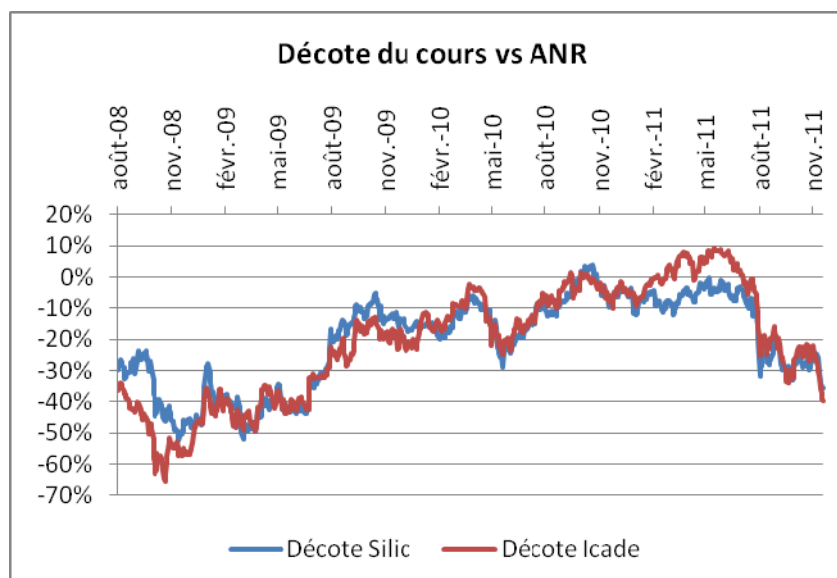
L'action est cotée tous les jours et la rotation de son flottant, 69,7 % sur 12 mois, est satisfaisante, proche de celle de Gécina et Foncière des Régions et supérieure à celle de Silic. Nous retenons donc ce critère à titre principal pour les moyennes à 20 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois, soit une valeur comprise entre 59,19 € et 76,25 €.

A titre d'information, les différentes moyennes pondérées par les volumes du cours de l'action, calculées au 24 février 2012, et les volumes échangés, sont les suivantes :

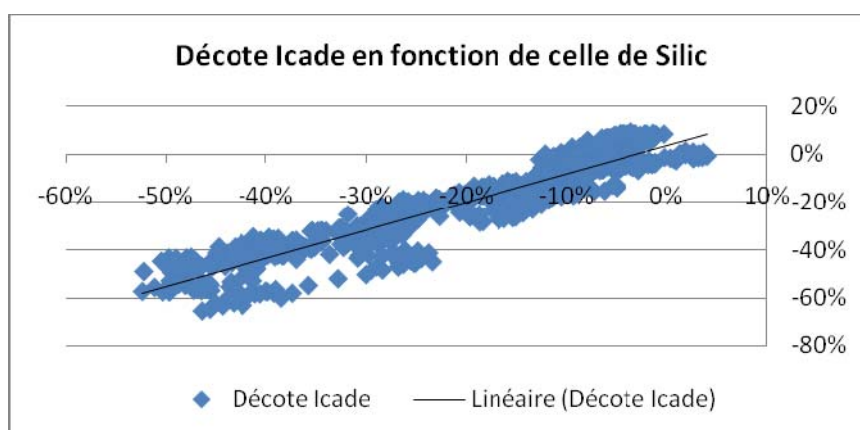
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	89,50	49,80	70,98	46 675 186	59 687	89,8%	208,8%	98,7%
24 mois	89,50	49,80	73,50	31 326 710	60 013	60,3%	140,1%	99,0%
12 mois	89,50	49,80	71,34	15 557 023	59 605	29,9%	69,6%	98,9%
6 mois	71,61	49,80	60,18	7 779 881	58 938	15,0%	34,8%	99,2%
3 mois	64,50	49,80	58,60	3 988 520	60 432	7,7%	17,8%	98,5%
20 jours de bourse	64,50	60,16	63,09	1 069 902	53 495	2,1%	4,8%	98,5%
Spot	61,65	60,87	61,34	30 008	30 008	0,1%	0,1%	

4.2.1.3. Parité induite par les cours de bourse

Au-delà du critère du cours de bourse des deux sociétés analysées séparément, il convient de souligner que leur comportement boursier respectif présente des similitudes s'agissant de la décote d'ANR, en termes de niveau et d'évolution, ce qui nous paraît renforcer la pertinence du calcul de la parité sur le critère du cours de bourse. Ainsi, les deux décotes évoluent-elles de la manière suivante entre août 2008 et novembre 2011 :



Les deux décotes présentent un coefficient de corrélation de l'ordre de 94 % entre début août 2008 et fin novembre 2011, comme le montre le graphique ci-dessous :



Concernant le critère du cours de bourse, nous retenons par conséquent une parité comprise entre 1,160 et 1,243, sur lesquelles la parité proposée extériorise, pour l'actionnaire de Silic, une prime comprise entre 0,6 % et 7,7 %.

Cours de bourse	Silic	Parité	Icade	Prime/(décote)
Cours moyen pondéré (24 nov. 2011) :				
- 3 ans	80,38 €	1,135	70,79 €	10,1%
- 2 ans	87,31 €	1,163	75,08 €	7,5%
- 1 an ⁽¹⁾	88,47 €	1,160	76,25 €	7,7%
- 6 mois ⁽¹⁾	81,74 €	1,164	70,24 €	7,4%
- 3 mois ⁽¹⁾	74,00 €	1,197	61,83 €	4,5%
- 20 jours de bourse ⁽¹⁾	73,57 €	1,243	59,19 €	0,6%
- clôture au 24 nov. 2011	66,30 €	1,312	50,55 €	-4,7%
Cours moyen pondéré (24 fév. 2012) :				
- 3 ans	81,19 €	1,144	70,98 €	9,3%
- 2 ans	85,61 €	1,165	73,50 €	7,3%
- 1 an	82,22 €	1,153	71,34 €	8,5%
- 6 mois	73,87 €	1,228	60,18 €	1,8%
- 3 mois	73,77 €	1,259	58,60 €	-0,7%
- 20 jours de bourse	78,82 €	1,249	63,09 €	0,1%
- au 24 fév. 2012	77,15 €	1,258	61,34 €	-0,6%

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

4.2.2. Les objectifs de cours des analystes

En cohérence avec les travaux réalisés sur le cours de bourse, nos analyses relatives aux objectifs de cours des analystes s'étendent de fin septembre 2011, date à laquelle on peut estimer que les analystes ont tenu compte des effets de la crise européenne commencée fin juillet 2011, et fin novembre 2011, avant l'annonce du rapprochement entre Silic et Icade.

Les deux sociétés sont, de notre point de vue, suivies par un nombre satisfaisant d'analystes issus d'établissements financiers de premier plan. Nous retenons donc ce critère de valorisation.

4.2.2.1. Objectifs de cours de Silic

Les objectifs de cours de Silic sont synthétisés dans le tableau ci-après :

Analyste	Recommandation	Objectif de cours	date de reco.	Cours de référence	potentiel / cours de réf.	Commentaires
Barclays Capital	Overweight	119,88 €	30-sept.-11	72,46 €	65%	
Petercam	Hold	84,00 €	17-oct.-11	75,80 €	11%	Reco. relevée le 7/12/2011 ; TP : 85,9€
RBS	Hold	76,00 €	21-oct.-11	74,59 €	2%	
Exane BNPP	Outperform	84,00 €	31-oct.-11	73,30 €	15%	Reco. réitérée le 14/12/2011
ABN AMRO	Hold	82,50 €	4-nov.-11	75,00 €	10%	Reco. réitérée le 5/12/2011
Natixis	Acheter	88,00 €	23-nov.-11	67,37 €	31%	
Société Générale	Hold	67,00 €	24-nov.-11	66,50 €	1%	Reco. relevée le 13/12/2011 ; TP : 88,0€

Il en ressort un objectif de cours médian de 83,25 €, évoluant entre 67,00 € et 88,00 €, hors Barclays Capital dont l'objectif de cours nous semble par trop élevé :

D'octobre à novembre 2011	Silic		Silic hors BarCap	
	Note de -1 à 1	Objectif de cours	Note de -1 à 1	Objectif de cours
Moyenne	0,33	85,91 €	0,33	80,25 €
Mediane	0,00	84,00 €	0,00	83,25 €
Ecart-type	0,52	16,50	0,52	7,57
Ecart-type / moyenne	154,92%	19,20%	154,92%	9,44%
Nombre de données	6	7	6	6
Marge d'erreur	0,45	13,20	0,45	6,64
Objectif min.		67,00 €		67,00 €
Objectif max.		119,88 €		88,00 €

4.2.2.2. Objectifs de cours d'Icade

Les objectifs de cours d'Icade sont synthétisés dans le tableau ci-après :

Analyste	Recommandation	Objectif de cours	date de reco.	Cours de référence	potentiel / cours de réf.	Commentaires
Barclays Capital	Equal weight	92,78 €	30-sept.-11	58,84 €	58%	
Petercam	Add	70,20 €	7-oct.-11	61,94 €	13%	Reco. relevée le 7/12/2011 ; TP :72,5€
Kepler Capital Markets	Buy	75,00 €	14-oct.-11	65,22 €	15%	Reco. réitérée le 14/12/2011 ; TP maintenu à 75,0€
UBS	Buy	72,00 €	19-oct.-11	64,30 €	12%	Reco. réitérée le 19/12/2011 ; TP abaissé à 65,0€
Natixis	Acheter	87,50 €	19-oct.-11	64,52 €	36%	Reco. réitérée le 13/12/2011 ; TP maintenu à 87,5€
Morgan Stanley	Overweight	76,00 €	19-oct.-11	66,50 €	14%	
Aurel BGC	Acheter	85,00 €	20-oct.-11	62,51 €	36%	
Exane BNPP	Outperform	74,00 €	31-oct.-11	64,40 €	15%	Reco. réitérée le 12/12/2011
Kempfen	Overweight	81,70 €	31-oct.-11	64,40 €	27%	
Crédit Suisse Europe	Outperform	76,00 €	17-nov.-11	57,00 €	33%	Reco. réitérée le 14/12/2011 ; TP maintenu à 76,0€
Société Générale	Buy	69,00 €	28-nov.-11	50,60 €	36%	Reco. réitérée le 14/12/2011 ; TP relevé à 75,0€

Il en ressort un objectif de cours médian de 75,50 €, évoluant entre 69,00 € et 87,50 €, hors Barclays Capital dont l'objectif de cours, à l'instar de Silic, n'a pas été retenu :

D'octobre à novembre 2011	Icade		Icade hors BarCap	
	Note de -1 à 1	Objectif de cours	Note de -1 à 1	Objectif de cours
Moyenne	1,00	78,11 €	1,00	76,64 €
Mediane	1,00	76,00 €	1,00	75,50 €
Ecart-type	0,00	7,63	0,00	6,19
Ecart-type / moyenne	0,00%	9,77%	0,00%	8,08%
Nombre de données	10	11	10	10
Marge d'erreur	0,00	4,73	0,00	4,05
Objectif min.		69,00 €		69,00 €
Objectif max.		92,78 €		87,50 €

4.2.2.3. Parité induite par les objectifs de cours

En retenant les objectifs de cours médian, la parité d'échange est de 1,10 sur laquelle la parité proposée de 1,25 extériorise une prime de 13,4 %.

4.2.3. L'actif net comptable réévalué (ANR)

Silic et Icade publient semestriellement, à l'instar des autres sociétés immobilières cotées, leur Actif Net Comptable Réévalué de liquidation (ci-après l'« ANR ») au format EPRA, i.e. selon les règles édictées par l'association éponyme⁸ lesquelles définissent l'ANR de liquidation, ou ANR EPRA triple net, comme l'actif net réévalué hors droits après fiscalité latente et mise à valeur de marché de la dette à taux fixe et des instruments financiers, l'ANR EPRA par action tenant compte des impacts dilutifs des titres donnant accès au capital. Comme préconisé par les standards professionnels, les patrimoines des sociétés sont évalués par un ou plusieurs experts indépendants, spécialisés dans le domaine immobilier.

Cet agrégat constitue l'une des principales références de valorisation des sociétés foncières.

Ci-après, nous présentons les ANR EPRA tels qu'ils ont été publiés par les sociétés depuis le 31 décembre 2010, ainsi que les retraitements qui nous ont semblé nécessaires afin d'homogénéiser les approches sur l'ANR du 31 décembre 2011.

4.2.3.1. ANR EPRA de Silic

Le patrimoine immobilier de Silic est évalué par BNP Real Estate Expertise qui réalise une valorisation par capitalisation et par comparaison directe. La valeur retenue est la moyenne arithmétique entre les deux méthodes. Il convient de noter que :

- Les immeubles en développement sont valorisés à la juste valeur à terminaison diminuée des coûts restant à engager (travaux, portage financier...) et d'un coût d'actualisation jusqu'à la mise en service ;
- Il est tenu compte de la valeur des réserves foncières afin d'appréhender le potentiel de développement de la zone de Rungis sur 20 ans, estimées à 185 M€. La méthode de valorisation consiste à tenir compte :
 - o des surfaces à détruire et à reconstruire sur cette zone au cours de la période susmentionnée, soit respectivement 187 milliers de m² shon et 451 milliers de m² shon, soit une création nette de 264 milliers de m² shon ;
 - o d'un loyer de 250 €/m² assorti d'un taux de capitalisation de 7% ;
 - o d'un taux d'actualisation de 5 %.

Ainsi au 31 décembre 2011, le patrimoine immobilier de Silic est estimé à 3 510 M€ droits inclus (DI) et 3 337 M€ hors droits (HD). Le détail des calculs de l'ANR est présenté dans le tableau ci-après :

⁸ European Public Real Estate

Silic - ANR EPRA (en M€)	Calculs	31-déc.-10	30-juin-11	31-déc.-11 publié
Capitaux propres consolidés	(A)	650	600	555
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier	(1)	3 460	3 513	3 510
Droits d'enregistrement	(2)	(146)	(157)	(173)
VNC des actifs	(3)	(2 146)	(2 160)	(2 138)
Plus-value (valeur de réalisation)	(B)=(1)+(2)+(3)	1 168	1 196	1 199
Impact des instruments dilutifs	(C)	6	10	5
ANR de liquidation fully diluted	(F)=(A)+(B)+(C)	1 824	1 806	1 759
NOSH fully diluted (en millions)	(G)	17,55	17,61	17,53
ANR de liquidation fully diluted en €/action	(H)=(F)/(G)	103,9 €	102,5 €	100,3 €

Par souci d'homogénéité avec les approches retenues par Icade, nous avons retraité l'ANR de Silic des éléments présentés ci-dessous :

- ajout de 3,3 M€ sur l'actif Landy 3, correspondant à des travaux exécutés sur la fin de l'exercice, non pris en compte par l'expert immobilier ;
- dans la mesure où Icade ne retient pas dans son calcul d'ANR de projet de développement au-delà de 5 ans, nous avons neutralisé la valeur d'ANR correspondant aux projets de Silic au-delà de cet horizon. Ainsi, sur un total de 185 M€ de valorisation de réserves foncières de Rungis, 94,3 M€ ont été supprimés, soit 32 M€ entre 5 et 10 ans, et 62 M€ entre 10 et 20 ans ;
- suivant la même logique (i.e. intégrer les projets envisagés dans les 5 prochaines années), nous avons intégré à l'ANR le surcroît de valeur lié au projet Mozart pour un total de 86,6 M€, consistant au redéploiement des 30 000 m² que compte actuellement Défense 1, sur 86 700 m² devant être livrés fin 2015. L'estimation des flux avant actualisation de 105 M€ établie par Silic, tient compte des hypothèses suivantes :
 - o une part Silic dans le projet de 65 % ;
 - o un loyer de 451 €/m² et une indexation de loyer de 2% l'an ;
 - o un taux de rendement de 5,75 % ;
 - o pour notre part, nous retenons un taux d'actualisation de 7%, légèrement supérieur à celui utilisé dans la méthode du DCF (cf. infra) ;
- par prudence, Silic ne procède pas à la réévaluation de sa filiale à 100% Socomie laquelle assure la gestion et la commercialisation des parcs tertiaires de Silic et pour compte de tiers. Par parallélisme avec Icade, nous avons approché la valeur de Socomie et l'avons intégrée à l'ANR de Silic, sur la base :
 - o des honoraires externes de Socomie tels que présentés dans le plan d'affaires de Silic ;
 - o une marge d'EBE de 10 %, proche du taux d'EBE d'Icade Property Management (IPM) en 2011 ;
 - o un taux d'IS de 33,33 % ;
 - o un taux d'actualisation de 8,66 % par référence au taux utilisé par Corevisé dans ses travaux de valorisation d'IPM fin 2011 pour le calcul d'ANR d'Icade ;
 - o une contribution de Socomie aux capitaux propres consolidés de Silic négative de 1,9 M€.

Ainsi, la prise en compte de la valeur de Socomie ajoute 7,6 M€ à l'ANR de Silic.

Par solde de l'ensemble des retraitements présentés ci-avant, l'ANR retraité de Silic s'accroît de 3,2 M€ (3,3-94,3+86,6+7,6), soit 0,2 € par action.

Silic - ANR EPRA (en M€)	Calculs	31-déc.-11 publié	Retrait.	31-déc.-11 retraité
Capitaux propres consolidés	(A)	555	8	562
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier	(1)	3 510	(4)	3 506
Droits d'enregistrement	(2)	(173)		(173)
VNC des actifs	(3)	(2 138)		(2 138)
Plus-value (valeur de réalisation)	(B)=(1)+(2)+(3)	1 199	(4)	1 195
Impact des instruments dilutifs	(C)	5		5
ANR de liquidation fully diluted	(F)=(A)+(B)+(C)	1 759	3	1 762
NOSH fully diluted (en millions)	(G)	17,53	17,53	17,53
ANR de liquidation fully diluted en €/action	(H)=(F)/(G)	100,3 €	0,2 €	100,5 €

4.2.3.2. ANR EPRA d'Icade

Le patrimoine immobilier d'Icade est évalué par DTZ Eurexi, Jones Lang LaSalle Expertises, CBRE et Catella.

La valeur des bureaux, des parcs tertiaires, des établissements de santé et des entrepôts est estimée la plupart du temps par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et recoupée par celles de la capitalisation et, le cas échéant, de la comparaison directe. Les centres commerciaux sont évalués sur la base de la moyenne entre la méthode DCF et la méthode par capitalisation.

Les actifs tertiaires en développement sont valorisés sur la base d'un bilan promoteur et/ou d'un DCF. Le patrimoine immobilier tertiaire d'Icade intègre également un immeuble en VEFA (le Mistral) et un PPP⁹ sur des bureaux à Levallois.

Les actifs résidentiels sont principalement évalués, selon les cas, par la méthode de comparaison (actifs individuels), ou par la méthode DCF (logements en bloc).

Le patrimoine d'Icade intègre également les actifs liés à la promotion et aux services. La valeur de ces actifs est estimée société par société par le cabinet Corevise, principalement par la méthode DCF.

⁹ Pour Partenariat Public Privé

Au 31 décembre 2011, le patrimoine d'Icade se décompose de la manière suivante :

Icade - ANR EPRA (en M€)	Calculs	31-déc.-10	30-juin-11	31-déc.-11 publié
Capitaux propres consolidés	(A)	2 833	2 773	2 738
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier tertiaire	(I)	6 020	6 234	6 700
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier logement	(2)	382	331	329
Valeur des activités Promotion&Services	(3)	443	476	427
Droits d'enregistrement	(4)	(273)	(282)	(301)
VNC des actif immobiliers tertiaires	(i)	(4 819)	(4 811)	(5 174)
VNC des actif immobiliers logement	(ii)	(69)	(48)	(48)
VNC des activités Promotions & Services	(iii)	(284)	(327)	(325)
VNC des actifs	(5)=(i)+(ii)+(iii)	(5 173)	(5 186)	(5 547)
Plus-value (valeur de réalisation)	(B)=(1)+(2)+...+(5)	1 399	1 573	1 606
Fiscalité latente sur patrimoine immobilier	(C)	(14)	(5)	(4)
Fiscalité latente sur activités Promotion & Services	(D)	(19)	(5)	(9)
Réévaluation de la dette à taux fixe	(E)	(13)	(1)	(19)
Impact des instruments dilutifs	(F)	22	17	0
ANR de liquidation fully diluted	(G)=(A)+(B)+...+(F)	4 208	4 352	4 312
NOSH fully diluted (en millions)	(H)	51,71	51,85	51,55
ANR de liquidation fully diluted en €/action	(I)=(G)/(H)	81,4 €	83,9 €	83,7 €

S'agissant plus particulièrement du pôle Promotion et Services, nous avons recoupé globalement la valeur issue des travaux de Corevise en mettant en œuvre, sur la base du plan d'affaires communiqué par Icade, une approche par les DCF et une approche par la méthode des comparables boursiers sur la totalité des actifs qui composent le pôle en retenant :

- Les hypothèses suivantes s'agissant de l'approche DCF :
 - o Un taux d'actualisation de 12,97 %, fondé sur le bêta de son plus proche comparable coté, Nexity (1,60), sur une prime de marché de 6,89 % (voir infra, l'approche par le DCF), un taux sans risque de 3,05 % et un levier cible de 10 % ;
 - o Un taux de croissance à l'infini de 2 % ;
 - o Un taux moyen de croissance annuelle des activités de 1,11 %, sur la période 2011-2016, tenant compte du cadencement des chantiers ;
 - o Des taux d'EBE normatifs de 5,4 % pour la promotion et de 8,0 % pour les services ;
- L'application des multiples d'Ebitda et d'Ebit de Nexity aux mêmes agrégats 2011-2015 du pôle Promotion & Services, respectivement compris entre x3,9 et x5,6, et entre x4,1 et x6 ;
- Une position financière nette au 31 décembre 2011 positive de 67 M€ intégrant des provisions pour risques et charges à hauteur de 42 M€ et des intérêts minoritaires à hauteur de 4 M€.

Cette approche conduit à une valeur des fonds propres du pôle comprise entre 410 M€ et 450 M€ par la méthode DCF, et entre 423 M€ et 430 M€ par la méthode des comparables. Ces fourchettes encadrent de manière satisfaisante la valeur de 427 M€ retenue dans le calcul de l'ANR d'Icade.

Concernant les retraitements apportés à l'ANR d'Icade, nous retenons :

- Une plus-value de 6,8 M€ sur la valeur d'expertise de la société Icade Résidences Services par rapport à sa valeur dans l'ANR dans la mesure où cette société a été cédée à Nexity en février 2012 ;
- La moitié de la réclamation de l'administration fiscale au titre de la remise en cause de la valeur des actifs résidentiels ayant servi de base au calcul de l'*exit tax* lors de fusion d'Icade Patrimoine par Icade et du passage au régime SIIC en 2007, soit 90 M€ sur un total de 180 M€. En accord avec ses conseils, cette proposition de rectification est contestée par Icade qui n'a pas constaté de provision à ce titre dans ses comptes. Comme habituellement dans ce type de situation, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier le risque encouru sur un litige fiscal dont la résolution pourrait prendre plusieurs années ; aussi, par prudence, nous l'intégrons dans la valorisation retraitée de l'ANR d'Icade pour 90 M€.

Par solde de l'ensemble des retraitements présentés ci-avant, l'ANR retraité d'Icade diminue de 83 M€, soit 1,6 € par action.

Icade - ANR EPRA (en M€)	Calculs	31-déc.-11 publié	Retrait.	31-déc.-11 retraité
Capitaux propres consolidés	(A)	2 738	(90)	2 648
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier tertiaire	(1)	6 700		6 700
Valeur de reconstitution du patrimoine immobilier logement	(2)	329		329
Valeur des activités Promotion & Services	(3)	427	7	433
Droits d'enregistrement	(4)	(301)		-301
VNC des actif immobiliers tertiaires	(i)	(5 174)		(5 174)
VNC des actif immobiliers logement	(ii)	(48)		(48)
VNC des activités Promotions & Services	(iii)	(325)		(325)
VNC des actifs	(5)=(i)+(ii)+(iii)	(5 547)		(5 547)
Plus-value (valeur de réalisation)	(B)=(1)+(2)+...(5)	1 606	7	1 613
Fiscalité latente sur patrimoine immobilier	(C)	(4)		(4)
Fiscalité latente sur activités Promotion & Services	(D)	(9)		(9)
Réévaluation de la dette à taux fixe	(E)	(19)		(19)
Impact des instruments dilutifs	(F)	0		0
ANR de liquidation fully diluted	(G)=(A)-(B)+...(F)	4 312	(83)	4 229
NOSH fully diluted (en millions)	(H)	51,55	51,55	51,55
ANR de liquidation fully diluted en €/action	(I)=(G)/(H)	83,7 €	-1,6 €	82,0 €

4.2.3.3. Parité induite par l'ANR et l'ANR retraité

Concernant la méthode de l'ANR, nous retenons donc une parité comprise entre 1,199 et 1,225, sur laquelle la parité proposée extériorise une prime pour l'actionnaire de Silic comprise entre 2,1 % et 4,3 %.

Actif net réévalué	Silic	Parité	lcade	Prime/(décote)
- ANR EPRA triple net au 31 déc. 2010	103,93 €	1,277	81,40 €	-2,1%
- ANR EPRA triple net au 30 juin 2011	102,51 €	1,222	83,90 €	2,3%
- ANR EPRA triple net au 31 déc. 2011 ⁽¹⁾	100,30 €	1,199	83,65 €	4,3%
- ANR au 31 déc. 2011 retraité ⁽¹⁾	100,48 €	1,225	82,04 €	2,1%

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

4.2.4. L'actualisation des flux futurs de trésorerie

L'évaluation d'lcade et de Silic par cette approche a été mise en œuvre à partir des plans d'affaires décrits en partie 3. A la différence des approches d'actualisation retenues dans certaines des expertises qui nous ont été remises et incorporées au calcul d'ANR d'lcade, et qui reposent sur des taux d'actualisation propres au secteur immobilier, l'approche que nous avons suivie - et qui fait l'objet des développements suivants - est fondée sur les exigences de rendement des investisseurs en actions qui découlent de l'observation de cours de bourse des SIIC.

Cette approche est mise en œuvre à titre secondaire, aux fins de recoupement des valeurs issues de l'analyse des cours de bourse, l'ANR EPRA triple net constituant la principale méthode de place pour l'évaluation des sociétés foncières. Enfin, la mise en œuvre de cette méthode conduit à retenir, pour les deux sociétés, des hypothèses structurantes (régime fiscal dérogatoire, niveau des taux d'intérêt, statut boursier des SIIC) en termes de programmes de cession et d'investissement qui, pour cohérentes qu'elles soient, n'en demeurent pas moins susceptibles d'aléas importants en période d'instabilité économique et financière.

Taux d'actualisation des activités foncières de Silic et d'lcade

L'absence d'imposition sur les bénéfices du fait du statut de SIIC dont bénéficient Silic et lcade, nous conduit à retenir le coût du capital à dette nulle de chacune des entités comme taux d'actualisation pour évaluer leur branche d'activité foncière. Ce choix méthodologique découle des travaux de Modigliani et Miller de 1958, repris et complétés ultérieurement, et du fait que les niveaux d'endettement actuels des deux sociétés les situent favorablement en comparaison de leurs homologues cotées. Par ailleurs, comme mentionné précédemment, les plans d'affaires qui nous ont été remis ne modifient pas sensiblement la structure financière des deux groupes.

Selon nos calculs, le taux d'actualisation des activités foncières des deux entités s'établit à 6,22%. Ce dernier taux repose sur les paramètres suivants :

- le coefficient de risque systématique (bêta) moyen pondéré par les coefficients de détermination (r^2) d'un échantillon de 6 sociétés cotées, incluant les deux sociétés sous revue ainsi que Foncière des Régions (FDR), Unibail Rodamco, Société Foncière Lyonnaise (SFL) et Société de la Tour Eiffel. Mis à part le fait que leur inclusion dans l'indice renforce la portée statistique du calcul de la moyenne, il convient de noter qu'un calcul hors Silic et lcade conduirait à un bêta sensiblement identique ; sur la base d'historiques de cours relevés sur 5 ans, le bêta cible s'établit ainsi à 0,46 ; ce dernier est retraité de l'endettement (hors effet d'impôt) et en supposant négligeable le bêta de la dette, cette dernière étant pour l'essentiel intermédiée ;

- la prime de risque estimée des actions des sociétés constituant le SBF 120 selon les abaques fournis par Fairness Finance au 17 février 2012, et que nous retenons comme référence pour la prime de marché des actions cotées à Paris. Cette dernière s'établit à 6,89%. Il convient de noter que la prise en compte de moyennes rétrospectives calculées sur des périodes de 3 mois à 1 an conduirait à des niveaux de primes plus élevés ;
- le taux sans risque est égal au rendement des OAT TEC 10 moyen sur 1 mois. Au 17 février 2012, ce dernier ressort à 3,05%.

On notera qu'il n'est pas tenu compte d'une éventuelle prime d'illiquidité ou de taille découlant des abaques habituellement disponibles sur cette question, bien que les capitalisations boursières des deux sociétés soient inférieures à la moyenne des sociétés de l'indice de référence retenu pour le calcul de la prime de marché. Nous estimons en effet que l'impact de la taille est moins marqué pour les sociétés du secteur immobilier que pour la moyenne des titres cotés en raison de la rareté des actifs sous-jacents, et de l'effet de rappel qu'exercent leurs valeurs individuelles sur la valeur des SIIC qui les détiennent. En effet, si nous identifions une corrélation entre les décotes des cours des SIIC vis-à-vis de leurs ANR et la liquidité de leurs titres (cf. approche par les comparables), ce phénomène est loin de conduire aux valeurs qui découleraient de primes de risque calculées en moyenne pour les actions cotées à Paris. Dans la mesure où les décotes de chacune des deux sociétés sont proches, le biais positif qui consiste à ne retenir aucune prime d'illiquidité est modeste pour l'appréciation de parité offerte et favorable aux actionnaires de Silic au vu de la taille relative de sa capitalisation.

Taux d'actualisation du pôle promotion et services d'Icade

Le taux d'actualisation retenu pour évaluer l'activité promotion et services d'Icade ressort, selon nos calculs à 12,97 % (cf. supra ANR d'Icade).

Le coût des fonds propres repose sur le bêta historique sur 5 ans de l'action Nexity, soit 1,6 pour un coefficient de détermination de 51%. Nexity nous semble en effet la seule référence proche en termes de répartition d'activité entre promotion et services. Compte tenu du poids relatif du secteur des équipements publics dans l'activité de promotion d'Icade, la référence au bêta du titre Nexity est probablement légèrement pénalisante.

Par simplification, en l'absence de références disponibles, les flux issus de l'activité de services de Silic, logée dans sa filiale Socomie, sont actualisés à un taux identique à celui retenu par l'expert ayant évalué les activités d'administration de biens chez Icade dans le cadre du calcul de l'ANR de la Société à fin 2011, soit 8,66%, ce qui équivaut à un bêta implicite de 0,81. Ce taux se situe entre celui de 12,97% retenu pour l'évaluation de l'ensemble du pôle promotion et services d'Icade et celui appliqué aux pôles fonciers des deux sociétés. Compte tenu de la taille réduite de la Socomie, l'impact d'un changement du taux d'actualisation dans une fourchette comprise entre 6,22% et 8,66% ne serait pas significatif sur l'évaluation de Silic.

4.2.4.1. Evaluation de Silic par la méthode des DCF

Afin de mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF), nous avons prolongé le plan d'un exercice afin d'appréhender les loyers relatifs aux projets engagés et non encore livrés en 2017. Par ailleurs, nous avons procédé aux ajustements suivants :

- une période de commercialisation de 6 mois des nouveaux immeubles restructurés est introduite, à l'identique des hypothèses retenues par Icade ;
- il est tenu compte pour le calcul du flux normatif d'un taux de vacance de 5% des nouveaux actifs restructurés et mis en service sur l'horizon du plan. Par cette approche, il ressort un taux de vacance cible de 8,2% qui se compare à 7,3% selon le plan d'affaires en 2017, et à une moyenne de 9,7% sur la durée du plan (avant introduction d'un délai de commercialisation par nos soins).

Selon nos calculs, ces ajustements ont un impact de 4,5 € par action Silic.

Pour le calcul de la valeur finale à fin 2017, il est établi un calcul de rente à l'infini à partir d'un flux de trésorerie normatif :

- L'estimation des investissements normatifs se base sur la durée moyenne apparente d'amortissement par composants des actifs, qui ressort à 27 ans, durée reprise par le management dans ses travaux de modélisation. Les composants des actifs sont ainsi supposés être reconstitués tous les 27 ans en moyenne ce qui nous semble cohérent avec l'effort d'investissement que réalise la Société pour restructurer son parc d'actifs et en éviter l'obsolescence. Compte tenu de l'âge moyen des actifs, nous n'estimons pas nécessaire de procéder à des investissements complémentaires de rattrapage pour permettre son rajeunissement. En revanche, il est tenu compte, pour les investissements de capacité réalisés au cours du plan d'affaires, d'une économie d'investissements futurs jusqu'à ce que ce parc parvienne à mi - vie en moyenne.
- Il est par ailleurs retenu un taux de croissance annuel à l'infini des flux de 2%. Ce taux, est relativement élevé au regard des pratiques actuelles, plus proches de 1,5%, et choisi à dessein afin de refléter l'existence d'un potentiel de croissance durablement soutenu par l'existence chez Silic de réserves foncières.

Compte tenu de ce qui précède, il ressort selon nos calculs une valeur d'entreprise (VE) avant endettement et ajustements de 2 774 M€. Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de l'action Silic est synthétisé par le tableau ci-après :

Silic	En M€
Somme des flux 2012-2017	554,5
Valeur de rente	2 219,7
VE	2 774,3
Endettement net 31/12/2011	(1 502,8)
Ajustement de la valeur de l'Ormane	(5,6)
Frais d'émission d'emprunts	(4,3)
Ajustement de la valeur des dérivés	140,7
Immobilisations financières	0,3
Endettement net ajusté	(1 371,8)
Provisions pour retraites	(1,3)
Provisions pour R&C	-
Dette d'exit tax	(2,0)
Sous-total ajustements de flux	(3,3)
Valeur des fonds propres	1 399,2
Nb de titres au 31/12/2011x000	17 468,7
Autocontrôle x000	(27,336)
Dilution x000	32,914
Nombre d'actions dilué	17 474,260
Valeur en € / action	80,07€

Comme indiqué, il est retranché à la VE (Valeur d'Entreprise) le montant de l'endettement financier net à fin 2011. S'agissant d'une approche d'évaluation en continuité, et par opposition celle retenue dans un ANR de liquidation, il n'est pas tenu compte des valeurs des couvertures de taux qui sont supposées portées jusqu'à leur échéance. De même, il n'est pas tenu compte de la valeur de marché de l'ORNANE mais de sa valeur contractuelle, laquelle est en l'occurrence proche de sa valeur de remboursement.

Après prise en compte de la dilution résiduelle des options de souscription et des actions gratuites et après autocontrôle et rachat partiel sur la base des levées de fonds que leur exercice engendrerait, il ressort une valeur centrale de l'action Silic de 80,1 €.

La sensibilité de cette valeur aux variations des paramètres d'actualisation est résumée ci-après :

En € / action		Taux de croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
Taux de d'actualisation	5,72%	90,0	100,8	114,5
	6,22%	72,3	80,1	89,4
	6,72%	57,9	63,6	70,2
Ecart-type / valeur cible :		22%		

A titre complémentaire, et compte tenu de son caractère volontariste, nous avons examiné la sensibilité de l'évaluation à un éventuel décalage du programme de cession d'actifs prévu pour fin 2012 en termes de prix et de délai. Selon nos calculs, un écart de 10% sur la valeur de cession des actifs aurait un impact de 1,57 € par action. Par ailleurs, un allongement d'un an du délai de réalisation des actifs aurait un impact négatif de 0,96 € par action.

4.2.4.2. Evaluation d'Icade par la méthode des DCF

Tout comme pour Silic, nous avons prolongé d'un an le plan d'affaires d'Icade pour parvenir à un flux normatif. Le montant des investissements est établi en retenant une durée utile des composants amortissables de 25 ans, ce qui est cohérent avec la durée apparente ressortant des comptes et avec les hypothèses retenues par le management dans ses prévisions.

Compte tenu du caractère non encore individualisé et défini des projets de développement de nouveaux bureaux, et afin de rendre le plan de développement d'Icade plus comparable avec celui de Silic, nous n'avons pas tenu compte de ces investissements qui représentent un montant de 1 Md€ sur la durée du plan. Ceci ramène l'investissement net de capacité rapporté à la valeur d'expertise à fin 2011 de 30% à 16%, ce qui se compare à 10% pour Silic.

Pour le flux normatif, nous maintenons l'hypothèse du management d'un taux de vacance 5,3% en moyenne pour les actifs de bureaux et de parc tertiaires. Bien que volontariste sur une longue période, ce taux nous semble cohérent pour maintenir un écart favorable avec Silic (auquel est appliqué un taux normatif de 8,2%) qui présente des taux de rotation des baux et une vacance historiquement plus élevés. Il est enfin retenu un taux de croissance de 2% identique à celui appliqué à Silic, du fait de l'existence de réserves foncières à l'horizon du plan.

Par cette approche, il ressort une valeur d'entreprise d'Icade de 6 064 M€ conduisant à une valeur centrale de 65,3 € par action, telle que présentée ci-après :

ICADE	En M€
Somme des flux 2012-2017	864,1
Valeur des encours de location financement	291,8
Valeur de rente	4 908,0
VE	6 063,9
Endettement net 31/12/2011	(2 702,0)
Augmentation de capital / Icade Santé	250,0
Ajustement de la valeur des dérivés	129,4
Titres disp. à la vente et imm financières	10,2
Endettement net ajusté	(2 312,4)
Provisions pour retraites	(18,7)
Provisions pour R&C	(46,2)
Impôt différé / provisions pour R&C	9,4
PVL sur cession Résidences Services	7,0
Contentieux fiscal	(90,0)
Reports déficitaires	5,0
Sous-total ajustements de flux	(133,5)
Valeur des minoritaires	(251,7)
Valeur des fonds propres	3 366,4
Nb de titres au 31/12/2011x000	51 992,262
Autocontrôle x000	(456,229)
Dilution x000	15,890
Nombre d'actions dilué	51 551,923
Valeur en € / action	65,30€

Tout comme pour l'évaluation de Silic, la position d'endettement nette est calculée avant valeur des dérivés. Par ailleurs, les calculs sont établis en revalorisant les intérêts minoritaires sur la base de leur prix d'entrée au capital d'Icade Santé au 1^{er} trimestre 2012. Comme dans l'approche par l'ANR, il est également tenu compte d'un risque fiscal à hauteur de 90 M€.

La sensibilité de cette valeur aux variations des paramètres d'actualisation est résumée ci-après :

En € / action		Taux de croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
Taux	5,72%	71,0	79,5	90,2
d'actualisation	6,22%	59,0	65,3	72,9
	6,72%	49,3	54,0	59,6

Ecart-type / valeur cible : 19%

Comme pour Silic, nous avons examiné l'impact des ajustements éventuels sur le programme de cession planifié en 2012. Ce dernier est calculé hors les actifs sous option de vente ou en VEFA. Selon nos calculs, un écart de 10% sur les produits de cession aurait un impact de 0,86 € par action. Par ailleurs, un allongement de 12 mois de la durée de commercialisation des actifs aurait, à la différence de Silic, un impact positif de 0,17 €. En effet, les actifs dont la cession est envisagée offrent un rendement supérieur au coût du capital.

Au final, l'allongement des délais de réalisation des actifs et leur vente à un prix inférieur de 10% aux hypothèses actuelles auraient un impact relatif net défavorable pour les actionnaires de Silic entraînant une baisse de la parité qui découle de l'approche par les DCF de 2,4%.

4.2.4.3. Parité induite par la méthode DCF

S'agissant de la méthode DCF, nous retenons une parité centrale de 1,226, sur laquelle la parité proposée extériorise une prime pour l'actionnaire de Silic de 1,9 %.

Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 31-déc.2011)	Silic	Parité	Icade	Prime/(décote)
-Minimum	63,61 €	1,177	54,03 €	6,2%
-Centrale	80,07 €	1,226	65,30 €	1,9%
-Maximum	100,84 €	1,268	79,50 €	-1,5%

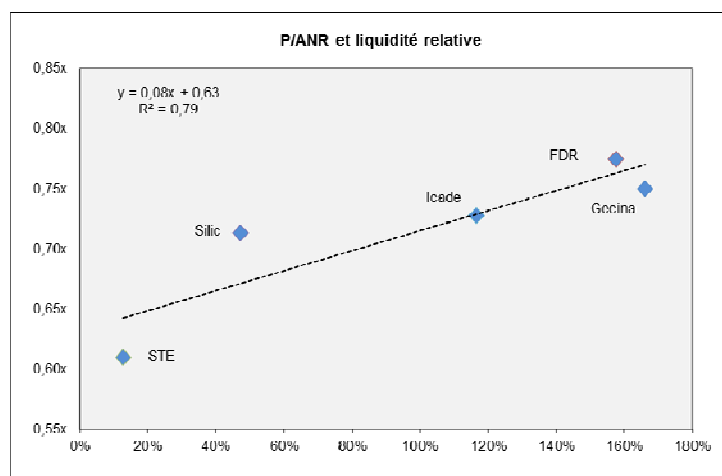
Il convient de relever que l'allongement des délais de réalisation des actifs et leur vente à un prix inférieur de 10% aux hypothèses actuelles auraient un impact relatif défavorable pour les actionnaires de Silic entraînant une baisse de la parité qui découle de l'approche par les DCF de 2,4%.

4.2.5. Les comparables boursiers

A notre connaissance, les deux Sociétés sont leurs plus proches comparables cotés réciproques et il n'existe pas d'autres SIIC à prédominance d'immobilier de bureau présentant un positionnement similaire en région parisienne et un statut boursier équivalent. Par conséquent, nous ne mettons en œuvre cette approche qu'à titre de recoupement et non comme une approche centrale.

Après analyse, nous avons constitué un échantillon de 3 sociétés, composé de Gécina, Foncière des Régions (FDR) et Société de la Tour Eiffel (STE). En moyenne, ces trois sociétés présentent un multiple de fonds propres calculé sur la base de leur ANR de reconstitution relativement proche de ceux de Silic et d'Icade. Comme indiqué dans le graphique ci-après, le niveau de décote est, semble-t-il, corrélé à la liquidité¹⁰ des actions de chacune des sociétés.

¹⁰ Appréhendée ici comme les capitaux échangés au cours des 12 derniers mois, ce montant étant comparé à la moyenne des sociétés de notre échantillon élargi à Silic et Icade. Sur cet échantillon, ni le levier d'endettement ni le rendement locatif des actifs ni le ROCE ne sont des variables discriminantes.



De ce point de vue, la moyenne de notre échantillon est relativement proche du niveau de valorisation d'Icade et devrait légèrement flatter celui de Silic.

Pour la mise en œuvre de l'approche, notre choix s'est porté sur le multiple de capacité d'autofinancement (CAF) pour la période 2013-2015. En effet, les multiples de chiffre d'affaires n'ont pu être retenus en raison des différences de rendement locatif au sein de l'échantillon. Les multiples calculés après dotation aux amortissements ont également été écartés, les sociétés retenues ayant opté pour la comptabilisation en valeur de marché de leurs immeubles de rendement.

Par ailleurs, nous relevons que les prévisions relatives aux sociétés de notre échantillon ne présentent pas de programmes d'investissement d'ampleur comparable à ceux prévus par les deux sociétés objets de l'étude, et que les projections d'endettement sont en conséquence assez stables en moyenne. Pour cette raison, nous avons écarté le multiple d'EBE (VE/EBE) qui nécessite de retraiter les endettements nets prévisionnels de Silic et d'Icade respectivement, du financement du projet Mozart chez l'une, et, chez l'autre, des programmes dont la mise en service excède l'horizon 2015 au-delà duquel nous ne disposons pas de prévisions pour les comparables. Toutefois, nous nous sommes assuré que l'application des multiples d'EBE après mise en œuvre de ces retraitements ne conduirait pas à des résultats divergents de ceux issus des multiples de CAF (P/CF). Il est rappelé que s'agissant de la CAF, les frais financiers des encours de construction étant activés, il n'est en revanche pas nécessaire d'opérer de retraitements au titre des investissements non encore livrés. Nous privilégions enfin les multiples postérieurs à 2013 afin de tenir compte des programmes d'investissement et par cohérence avec l'approche DCF.

Les multiples de CAF de notre échantillon sont les suivants :

P/CF	2013e	2014e	2015e
GEICINA SA	14,91x	14,74x	14,34x
FONCIERE DES REGIONS	10,79x	10,75x	10,37x
SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL	7,84x	7,74x	7,42x
Moyenne	11,18x	11,07x	10,71x

S'agissant de l'activité promotion et services d'Icade, nous retenons les multiples suivants de Nexity pour les exercices 2011 à 2015 afin de décrire un effet de cycle :

en K€	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
EV/EBE	4,63x	3,88x	4,46x	5,03x	5,55x
EV/RO	4,92x	4,09x	4,72x	5,37x	5,97x

Par cette approche, il ressort dans un premier temps des valeurs d'Icade et de Silic fortement décotées par rapport à l'approche DCF, comme indiqué ci-dessous :

Valeurs partielles sur horizon 2013-2015

Synthèse en € / action	Silic	Icade
Maximum	76,0	65,5
Moyenne	73,8	56,7
Minimum	72,7	49,3

Ces niveaux de valorisation nous semblent peu significatifs et leur écart avec l'approche DCF s'explique par l'absence de prise en compte des projets entrant en service au-delà de 2015. Pour corriger cet effet, nous avons appliqué le multiple d'EBE à la première année normative de ces projets, et retranché la dette afférente à cette date, ce qui, après actualisation, conduit à la contribution additionnelle de ces projets à la valeur. Cette valeur étant nécessairement à long terme, elle n'est pertinente, à notre avis, qu'ajoutée à la valeur qui ressort de l'application du multiple 2015 :

Valeurs avec prise en compte des livraisons post 2015 :

Synthèse en € / action	Silic	Icade	Parité
Valeur bornée à 2015	76,0	65,5	
Impact Mozart	7,3	N/A	
Autres actifs	2,3	1,7	
Valeur ajustée	85,5	67,2	1,27x

La prise en compte du projet Mozart chez Silic nécessite ainsi des retraitements importants qui limitent la portée de la méthode. L'individualisation des valeurs contributives des projets mis en service postérieurement à 2015 permet toutefois de confirmer les niveaux de valorisation issus de l'approche DCF.

4.2.6. Les transactions récentes sur le capital des deux sociétés

L'Offre résulte des Apports à la société Holdco SIIC créée ad hoc :

- De l'intégralité de la participation de CDC dans Icade, soit 28,9 millions de titres représentant 55,58 % du capital de la société et réalisé le 30 décembre 2011 ;

- De l'intégralité de la participation de Groupama dans Silic, soit 7,7 millions de titres représentant 43,95 % du capital de la Société, et réalisés le 30 décembre 2011 à hauteur de 6,5 %, et le 16 février 2012 à hauteur de 37,45%.

A cette dernière date, le capital d'Holdco SIIC était réparti de la manière suivante :

Holdco SIIC	30-déc.-11		Apports du 30-déc. 2011		Apport du 16-févr.-12	16-févr.-12	
	Actions	%	lcade	Siic		Actions	%
CDC	1 000	100,00%	18 261 784			18 262 784	75,07%
Groupama	-	0,00%		896 915	5 168 102	6 065 017	24,93%
Total	1 000	100,00%	18 261 784	896 915	5 168 102	24 327 801	100,00%
en nombre d'actions apportées			28 895 228	1 135 336	6 541 901		
au prix unitaire de :			63,20 €	79,00 €	79,00 €		
Rapport d'échange induit				1,25			

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, les Apports ont été réalisés en retenant un rapport d'échange implicite de 1,25 action lcade pour 1 action Silic, égal à celui retenu au titre de la présente Offre. Selon les traités d'apport qui nous ont été communiqués, ce rapport d'échange résulte, pour chacune des deux sociétés, d'une approche de valorisation multicritères présentée dans les traités d'apport et dont les résultats sont équipondérés. Le détail des valorisations des deux sociétés apportées à l'action et telles que retenues dans les traités est présenté dans le tableau ci-dessous :

Critères ou méthodes utilisés	Silic	lcade	Parité
Cours de bourse au 24-nov. 2011			
Moyenne pondérée 1 semaine	67,82 €	53,22 €	1,274
Moyenne pondérée 1 mois	74,06 €	60,16 €	1,231
Objectif de cours des analystes			
Objectif de cours moyen	89,50 €	76,10 €	1,176
ANR			
ANR EPRA triple net estimé au 31-déc. 2011	103,00 €	83,70 €	1,231
Multiples de comparables boursiers			
Cash flow courant 2012-2013	78,63 €	54,94 €	1,431
Rendement du div. 2012-2013	62,98 €	50,51 €	1,247
Décote sur ANR	71,15 €	57,82 €	1,231
Transactions précédentes			
Décote sur ANR	85,25 €	69,28 €	1,231
Moyenne des critères et méthodes	79,05 €	63,22 €	1,250
arrondi à	79,00 €	63,20 €	1,250

Il convient de souligner que le critère de l'ANR et que les méthodes qui en découlent (décote sur ANR des comparables boursiers et décote sur ANR des transactions précédentes) tiennent compte de l'ANR EPRA triple net estimé. Le rapport d'échange résultant des ANR publiés ressort à 1,199 (cf. § 4.2.3.3.).

Les Apports ont fait l'objet de rapports de commissaires aux apports concluant à l'absence de surévaluation des apports.

Par ailleurs, à cette occasion, CDC et Groupama ont conclu le 6 février 2012 un pacte d'associés relatif à leur participation dans Holdco SIIC dont les principales caractéristiques sont :

- une durée de 20 ans ;
- hormis un droit de sortie conjointe au profit de Groupama en cas de transfert des titres Holdco SIIC en dehors du groupe CDC, un période d'inaliénabilité d'une durée de 30 mois ;
- un droit de préemption au profit de la CDC à l'issue de la période d'inaliénabilité ;
- à l'issue de la période d'inaliénabilité, une option de liquidité au profit de Groupama retenant notamment :
 - o un prix par action Holdco SIIC calculé par transparence avec le cours de bourse d'Icade¹¹ ;
 - o une liquidité restreinte, construite par analogie avec celle qu'aurait eu Groupama s'il détenait les actions directement des actions Icade (mécanisme de type cession au fil de l'eau avec restriction sur les volumes, ou de type cession de bloc avec décote par rapport au cours de bourse). Cette liquidité est d'autant plus contrainte qu'elle ne peut être exercée que sur des fenêtres spécifiques.

Ces opérations d'apport, réalisées entre investisseurs professionnels et portant sur des quotes-parts significatives du capital des deux sociétés, constituent un critère d'évaluation de la parité de la présente Offre, mais dont la portée doit être appréciée à l'aune de la situation tendue de son actionnaire de référence, et du fait que cette transaction n'a pas fait l'objet d'une mise aux enchères formelle (cf.§ 5.1.). Elles conduisent à une parité d'échange de 1,25 action Icade pour une action Silic, identique à celle retenue pour l'Offre et ne présente donc, par construction, ni prime ni décote.

4.3. Appréciation de la valeur des ORNANES

Le 16 novembre 2010, Silic a émis 1 404 608 obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ci-après les « ORNANES » ou les « Obligations ») pour un total de 175 M€, à la valeur nominale de 124,59 € faisant ressortir une prime d'émission de 30 % par rapport à la moyenne pondérée par les volumes de l'action Silic à compter du 3 novembre 2010. Le taux de rendement actuariel annuel brut de l'Obligation est fixé à 2,50 % en l'absence de conversion. L'amortissement normal de l'Obligation est prévu le 1^{er} janvier 2017, soit une durée de 6 ans et 46 jours à l'émission. Les Obligations sont cotées sur le marché de NYSE Euronext Paris (FR0010961128).

A l'occasion de la présente Offre, les porteurs d'ORNANES peuvent :

- Soit apporter leurs Obligations à l'Offre d'achat au prix unitaire de 125,79 € ;
- Soit obtenir le remboursement anticipé de leurs Obligations, conformément au paragraphe 4.9.4 de la note d'opération des ORNANES, à un prix égal au pair majoré des intérêts courus au taux de 2,50 % ;
- Soit exercer leur droit à l'attribution d'action, en raison du changement de contrôle, défini notamment lorsque des personnes physiques ou morales autres que Groupama acquièrent directement ou indirectement plus de 40 % du

¹¹ Etant précisé que les actions Silic seront apportées à Icade par Holdco SIIC

capital ou des droits de vote de la Société ; cette attribution serait réalisée selon les stipulations du paragraphe 4.16.7 c) de la note d'opération des ORNANES, en retenant un taux de conversion défini comme :

- o le taux de conversion en vigueur à l'ouverture de l'Offre, soit 1,05 (conformément à l'avis d'ajustement des bases de conversion des ORNANES de mai 2011) ;
- o multiplié par 1,233 résultant de l'équation suivante : $1 + 0,30 \times (J / 2\,238)$, où J est le nombre de jours restant courir entre la date de l'ouverture de l'Offre, fixé provisoirement pour les besoins des calculs au 29 mars 2012, et la date d'amortissement normal de l'Obligation, soit le 1^{er} janvier 2017, où 2 238 représente le nombre de jours entre la date d'émission de l'ORNANE et la date de son amortissement.

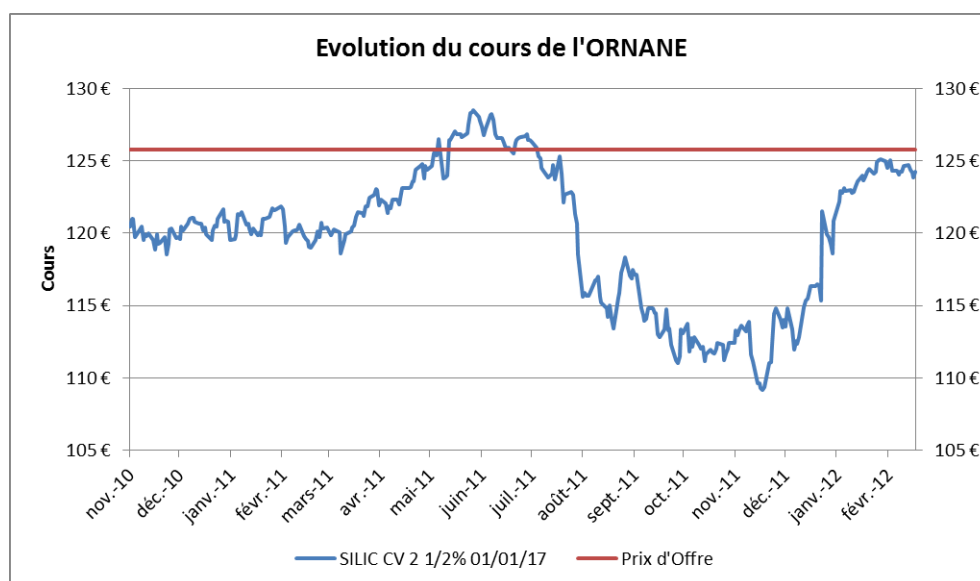
Selon ces calculs, le taux de conversion ressort à 1,29465 ($1,05 \times 1,233$), donnant droit à 1,29465 action Silic pour une Obligation.

Dans ce cadre, le prix offert de 125,79 € peut s'apprécier selon :

- le cours de l'obligation ;
- la valeur de remboursement anticipé ;
- la valeur de conversion.

4.3.1. Cours de l'ORNANE Silic

Depuis sa cotation, le cours de l'ORNANE a évolué de la manière suivante par rapport au prix proposé par l'Offre :



Le cours moyen de l'ORNANE (non pondéré par les volumes) est compris entre 111,93 € et 124,49 €, avec des extrema compris entre 109,17 € le 24 novembre 2011 et 128,48 € le 3 juin 2011.

ORNANE (en €)	24-nov.-11		24-févr.-12	
	Cours moyen	Prime/(décote)	Cours moyen	Prime/(décote)
- 1 an	119,90 €	4,9%	119,75 €	5,0%
- 6 mois	118,53 €	6,1%	116,52 €	8,0%
- 3 mois	113,29 €	11,0%	119,65 €	5,1%
- 20 jours de bourse	111,93 €	12,4%	124,49 €	1,0%
-Spot	109,17 €	15,2%	124,25 €	1,2%
-maximum		128,48 €		3-juin-11
-minimum		109,17 €		24-nov.-11

Sur la base de cours de l'ORNANE, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 1,0 % et 12,4 %.

4.3.2. Valeur de remboursement anticipé

En cas de remboursement anticipé, les porteurs d'ORNANES percevront le prix au pair majoré des intérêts courus au taux de 2,50 % entre la dernière date de paiement d'intérêt et jusqu'à la date de paiement effectif. En retenant la date de remboursement la plus tardive possible, soit le 21 mai 2012, le prix de remboursement serait de 125,79 €, soit le prix au pair de 124,59 €, plus les intérêts courus à 2,50 % sur 141 jours, soit 1,2 €.

La prime extériorisée par le prix d'Offre de 125,79 € est alors nulle.

4.3.3. Valeur de conversion

En supposant une conversion en actions seulement, l'équivalent numéraire de la conversion peut s'apprécier en multipliant le taux de conversion par la valeur de l'action Silic déterminée sur la base de son cours de bourse tel que présenté au paragraphe 4.2.1.1. du présent rapport, soit entre 73,57 € et 88,47 €. Les valeurs de conversion s'établissent alors dans une fourchette de 95,26 € à 114,54 €.

Période retenue	24-nov.-11		24-févr.-12	
	Cours Silic	Valeur de conv.	Cours Silic	Valeur de conv.
- 1 an	88,47 €	114,54 €	82,22 €	106,45 €
- 6 mois	81,74 €	105,83 €	73,87 €	95,65 €
- 3 mois	74,00 €	95,81 €	73,77 €	95,52 €
- 20 jours de bourse	73,57 €	95,26 €	78,82 €	102,05 €

Sur cette base, le prix proposé de 125,79 € offre une prime comprise entre 9,8 % et 32,1 % aux porteurs d'ORNANES.

Nos travaux conduisent à retenir une valeur de l'ORNANE comprise entre 95,26 € et 125,79 €, sur lesquelles le prix d'Offre fait ressortir une prime allant de 0% à 32,1 %.

5. ANALYSE DE L'OPERATION CONNEXE

L'article 2 du Pacte d'actionnaires conclu entre CDC et Groupama relatif à GEC prévoit l'émission par GEC d'un montant de 300 M€ d'AP devant être souscrites par CDC. En outre, le Pacte stipule que « *La CDC s'engage de manière ferme et irrévocable à souscrire [...] aux Actions de Préférence à un prix d'émission total de trois cents millions d'euros [...], payable à la Société à la date d'émission. Le présent engagement est soumis à la condition de la Réalisation de l'Apport préalablement ou de manière concomitante à la souscription des Actions de Préférence sous réserve des stipulations l'article 2.2 (ndlr : Report en cas de cession totale de la Société) ».*

Par conséquent, en application de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 prévoyant l'évaluation, outre de la société visée, de toutes les contreparties à l'Offre, nous avons analysé cette opération dans le contexte général de l'Offre.

Pour information, les éléments développés ci-dessous ont fait l'objet d'une lettre d'affirmation de la part de CDC et de Groupama qui, notamment, nous ont formellement indiqué que les négociations sur les opérations Silic/Icade et AP GEC avaient été menées indépendamment l'une de l'autre, et toutes deux conclues à des conditions considérées par les parties comme des conditions de marché.

5.1. Contexte et processus de négociations

Comme indiqué dans la partie 1 de notre rapport, cette Offre s'inscrit dans le contexte plus large de la restauration de la couverture du ratio réglementaire de marge de solvabilité de Groupama, affectée par les conséquences de la crise de la dette dans la zone euro de l'été 2011.

Dès le changement de direction intervenue le 24 octobre 2011, la nouvelle équipe a recherché les moyens susceptibles d'améliorer la marge de solvabilité du groupe. Il est apparu que cet objectif pouvait être atteint par la déconsolidation des comptes de Groupama de la société foncière Silic (et la comptabilisation de la participation dans Holdco par mise en équivalence) et par l'augmentation des capitaux propres par apport de capital réglementaire en provenance de tiers dans l'une ou l'autre des entités du groupe mutualiste.

Ainsi, le 4 novembre 2011, Groupama et CDC sont entrés en négociation dans ce but, étant précisé qu'Icade avait fait part auparavant à plusieurs reprises de son intérêt pour Silic. Entre le 4 novembre 2011 et le 4 décembre 2011, date à laquelle Groupama a publiquement confirmé les négociations en cours avec CDC, Groupama n'a eu connaissance, via ses conseils, que de contacts préliminaires avec des acquéreurs potentiels, en vue d'une prise de participation exclusivement minoritaire dans Silic, suggérant des prix dont le cours de bourse constituait un maximum.

5.2. Les Actions de Préférence GEC

GEC est une société filiale à 100 % de Groupama dédiée aux courtiers pour les assurances IARD et la distribution de produits d'assurance-vie pour le compte du groupe. La société est également spécialisée dans les assurances

Transport après sa fusion avec Groupama Transport intervenue rétroactivement le 1^{er} janvier 2011. Il faut souligner qu'elle présente une rentabilité et un ratio de solvabilité bien supérieurs à ceux de l'ensemble du groupe Groupama.

Il convient de préciser que les parties ont choisi GEC comme objet de l'Investissement car :

- après réflexion, un investissement direct dans Groupama n'était pas envisageable pour des raisons notamment liées à la gouvernance du groupe mutualiste ;
- GEC représentait, du point de vue de CDC, l'un des actifs les plus solides de Groupama et présentant donc une meilleure garantie pour la protection de son investissement.

5.2.1. Conditions financières et droits politiques attachés aux AP GEC

S'agissant des conditions financières et des droits politiques attachés aux AP, le projet de statuts de GEC et le pacte d'actionnaires conclu le 15 février 2012 entre Groupama, CDC et GEC prévoient que :

- le dividende préférentiel dû au titre d'un exercice à chaque AP est égal à 10,5 % du prix d'émission pendant les 5 premiers exercices, puis 11,5 % ensuite, dans la limite de 95 % du bénéfice distribuable. Ce dividende est prioritaire par rapport au dividende dû aux actions ordinaires (AO) ;
- GEC pourra racheter les AP à l'issue d'une période de 5 ans à un prix (le Prix de Rachat) intégrant le paiement d'une prime comprise dans une fourchette de 30 % et 35 % la 5^{ème} année, puis entre 43 % et 48 % la 6^{ème} année, la prime augmentant de 5 points par an, jusqu'à un plafond maximum compris entre 75 % et 80 % atteint la 13^{ème} année ;
- à l'issue de la période de 5 ans, CDC aura la faculté de convertir les AP en AO, sur la base du rapport entre :
 - o le Prix de Rachat d'une AP défini au paragraphe précédent ;
 - o la valeur à dire d'expert d'une AO assortie d'une décote de 20 % la 5^{ème} année, 25 % la 6^{ème} année et 30 % au-delà.
- les porteurs d'AP ne disposent pas du droit de vote, mais CDC dispose de droits de gouvernance renforcés, notamment de pouvoir demander la cession de GEC à Groupama, en cas de difficulté (dégradation de l'activité de GEC, dégradation du ratio de couverture de la marge de solvabilité de GEC ou si celui de Groupama devient inférieur à 100 %, dégradation de la notation de Groupama en dessous de BBB-, non-paiement du dividende préférentiel, etc...) et d'un droit de sortie conjointe en cas de cession au Prix de Rachat pour la totalité des AP ;
- en cas de liquidation, les AP bénéficient d'un rang prioritaire par rapport aux AO.

Compte tenu des deux premiers éléments, le rendement (*yield-to-call*) à 5 ans des AP s'élève à environ 15 %.

Il convient de souligner que la souscription des AP GEC peut être reportée durant une période de 6 mois si un processus de cession totale de GEC est en cours, ce qui est le cas au jour de la signature du présent rapport.

5.2.2. Discussion

S'agissant d'une opération globale, la souscription des AP GEC étant conditionnée à l'opération d'apport des titres Silic, il convient de déterminer :

- d'une part, si la rémunération de l'AP correspond au rendement de marché attendu pour un instrument de cette nature en cas de souscription, ou si les conditions financières qu'il prévoit conduisent, au contraire, à accorder un avantage à Groupama sous la forme d'un complément de prix, ce que suggère la représentante de l'association de défense des actionnaires minoritaires ;
- et d'autre part, si le seul engagement de souscription conduit à constater un avantage en ce qu'il donne à Groupama la possibilité, i.e. le temps, de céder GEC dans de bonnes conditions, comme le soutient le comité ad hoc d'administrateurs.

5.2.2.1. Sur la normalité du rendement attendu

S'agissant du 1^{er} point, il faut donc comparer la rémunération attendue des AP estimée à 15 %, à des instruments de nature équivalente émis sur le marché. Il convient de souligner que la majorité des références présentées ci-après nous a été communiquée par les banques conseils de Silic et de son conseil d'administration.

En tout premier lieu, il faut noter que l'évaluation du rendement attendu d'un tel instrument est rendue complexe dans la mesure où il n'existe pas de produit financier de même nature sur le marché (i.e. comportant les mêmes caractéristiques que celles présentées supra), et que GEC n'a elle-même pas émis de titres de dette susceptibles de servir de point de comparaison. Afin d'apprécier ce rendement, nous avons donc observé ceux qui ont semblé les plus comparables sur le marché, aucun n'étant purement semblable aux AP GEC. On peut ainsi citer :

- les émissions de Titres Super Subordonnés (TSS) et d'AP des banques françaises souscrites par la SFEF (Société de Financement de l'Économie Française) et la SPPE (Société de Prise de Participations de l'État), et notamment ceux de la BPCE pour un montant total de 7 Mds€, émis à un taux de 8 % à 9 % (7,55 % pour BNP Paribas, et 8,18 % pour Société Générale), et dont le rendement final a été estimé à 11,6 % ;
- les dettes mezzanine dont les taux actuariels sont compris entre 12,5 % et 13,8 %, étant précisé qu'elles présentent en général une maturité de l'ordre de 7 ans mais qu'elles ne comportent pas de droits de gouvernance ou de mécanisme de protection de l'investissement ;
- les titres émis par les établissements de bancassurance américains, anglais et suisses en 2008 et 2009, souscrits pas des investisseurs privés ou des fonds souverains dont les coupons étaient compris entre 6 % et 12 %, mais dont les rendements finaux ont été stimulés pour atteindre jusqu'à 25 % grâce l'existence de BSA, qui ont profité de la remontée des marchés entre 2009 et 2011 ; outre les conditions financières propres de ces émissions, cette référence pose le problème des différences économico-juridiques entre la France et les pays en question ;

- les émissions d'obligations à haut rendement (*high yield bonds*) effectuées depuis le 4^{ème} trimestre 2011 et dont le coupon est compris entre 8,4 % et 9,4 % ;
- enfin, l'une des banques conseils nous a communiqué une approche consistant à reconstituer le rendement théorique d'une AP GEC en décembre 2011, en :
 - o retenant la moyenne entre les *yields* à fin décembre 2011 d'obligations perpétuelles Groupama Tier 1 (remboursables en 2017), et d'obligations perpétuelles CNP Tier 1 (notées A, remboursables en 2016) qui conduit à un prix de 23,55 % ;
 - o ajustant le prix déterminé précédemment, des facteurs économiques et de gouvernance différenciant les opérations sus-citées des AP GEC (prix de remboursement des AP GEC, droit de conversion, droit de cession, droit de gouvernance, désignation de membres du CA), par référence aux pratiques de marché relevées par la banque sur ce type d'éléments. La somme de ces ajustements s'élève à -9,5 %, conduisant à un rendement théorique de 14,1 %.

La banque précise que la moyenne de prix retenue peut être qualifiée de prudente car elle donne un poids équivalent aux instruments Groupama et CNP, et que, par ailleurs, le redressement des marchés conduirait aujourd'hui à des coupons plus faibles.

Cette approche est spécifique à la banque et nous ne sommes pas en mesure de la valider formellement s'agissant des éléments d'ajustement.

En conclusion de ce 1^{er} point, nous relevons que le rendement attendu des AP GEC (15 %) s'inscrit dans le haut de fourchette des rémunérations attendues pour des instruments considérés comme proches, à l'exclusion de certains rendements observés à l'étranger, alors même que ceux-ci ne disposent pas de mécanisme de protection de l'investissement équivalent à ceux dont bénéficie la CDC en souscrivant aux AP GEC, et que, pour la plupart, il n'existe pas d'option de conversion. Ainsi, nous estimons que les conditions financières auxquelles seraient souscrites les AP GEC, ne conduisent pas à accorder un avantage à Groupama.

5.2.2.2. Sur l'engagement de souscription

La question est ici de déterminer si le seul engagement de souscription des AP, octroyé par CDC sans contrepartie, a pu constituer un avantage pouvant s'assimiler à un complément de prix pour Groupama ayant un impact significatif sur la parité.

Au cas présent, cet avantage n'existe que pour autant, qu'en l'absence d'engagement d'Investissement, un risque :

- pouvait peser sur la poursuite de l'activité de Groupama d'un point de vue prudentiel ;
- ou menaçait une partie de son fonds de commerce consécutivement à l'abaissement de la notation financière du groupe décidée par S&P en septembre et décembre 2011, certains assurés exigeant au minimum une notation BBB pour maintenir la relation d'affaires.

Il est à noter que le ratio de marge de solvabilité de GEC *stand alone* n'est pas en risque et que cette société ne fait pas l'objet d'une notation propre de la part des agences de notation.

Dans ces deux cas, il est postulé que l'avantage obtenu par Groupama serait la possibilité de céder des actifs, dont GEC, à une valeur supérieure à celle que Groupama aurait obtenu si elle avait été contrainte de les brader en raison

d'un impératif réglementaire ou d'une brusque perte de valeur due à l'abaissement de sa notation financière. L'engagement devait donc être pris entre le 23 septembre 2011 et le 31 décembre 2011, et d'une durée courant au moins jusqu'à la date de cession de GEC.

Au-delà du fait que l'on peut s'interroger sur la légitimité pour un actionnaire minoritaire de Silic, pour autant que la parité proposée par l'Offre soit jugée équitable au regard des différents critères et méthodes d'évaluation, de capter une partie de la valeur d'un actif cédé à sa valeur de marché par Groupama hors les parties concernées par l'Opération, il convient d'analyser si l'engagement d'investissement était susceptible d'influencer significativement le prix de vente de GEC, quel qu'il soit puisqu'il n'est pas connu

S'agissant du risque pesant sur la marge de solvabilité, sur l'indication de son directeur général dans une interview au Figaro datée du 27 février 2012, le ratio réglementaire de Groupama était respecté après déconsolidation de Silic, permettant, au moins à court terme, la poursuite de l'activité sans risque vis-à-vis des règles prudentielles. Seule la déconsolidation de Silic, hors opération AP GEC, se révélait donc indispensable au 31 décembre 2011. Par ailleurs, il nous a été également confirmé que l'Investissement ne relevait pas d'une exigence de l'ACP¹². Selon Groupama, il n'existait donc pas de risque réglementaire susceptible d'être évité par l'engagement de souscription. A cet égard, nous précisons que nous n'avons pas pu nous assurer directement de ces affirmations, les comptes annuels de Groupama n'étant pas arrêtés au jour de l'émission de notre rapport. Si tel n'était pas le cas, les AP seraient en tout état de cause souscrites aux conditions décrites au paragraphe précédent.

S'agissant du risque commercial induit par la perte du BBB de S&P le 23 septembre 2011 (le 27 septembre 2011 pour Fitch), cette situation aurait dû conduire à des résiliations massives entre cette date et celle de la publication du Protocole du 13 décembre 2012. Or, il nous a été confirmé par Groupama qu'entre ces deux dates, GEC n'a pas enregistré de sorties d'affaires d'une amplitude telle qu'elle aurait pu altérer notablement le fonds de commerce de la société et, consécutivement, entraîner une diminution significative de sa valeur économique. Le groupe explique que la raison en est principalement l'insensibilité d'une large partie de la clientèle, majoritairement composée de particuliers et de PME, à la dégradation de la notation financière de Groupama, et le poids limité des polices avec des entreprises comprenant une clause explicite de révision des conditions financières en cas de dégradation de notation. Ainsi, l'engagement de souscription n'avait pas eu d'effet notable sur le fonds de commerce de GEC, si ce n'est peut-être l'absence d'affaires nouvelles, et ne permet pas d'affirmer que son existence permettra une cession à un prix de vente sensiblement supérieur à celui qu'il aurait été en son absence.

Groupama confirme que la cession de GEC n'a été décidée par le Groupe qu'au début de l'année 2012. Au moment des négociations entre Groupama et CDC, l'Investissement constituait un élément de sécurité venant renforcer le ratio de marge de solvabilité dans un environnement économique et financier incertain (incertitudes sur la valeur des titres de dette grecque et du portefeuille stratégique) en l'absence de cession d'actif significatif, et non une garantie de façade censée maintenir la marge de solvabilité dans l'attente d'une cession de GEC devant être réalisée au plus vite et s'y substituant.

A notre avis, le seul avantage identifiable tiré par Groupama serait l'absence de rémunération de l'engagement de souscription de CDC, dont la valeur ne pourrait représenter qu'une fraction dudit engagement et non un droit sur une partie du prix de GEC. Cet engagement peut être assimilé à une commission de souscription qui serait payée à un

¹² ACP pour Autorité de Contrôle Prudentiel

intermédiaire pour garantir le placement. Selon les banques conseils de Silic, le taux de cette commission s'élèverait en moyenne à 2,3 % du montant émis, soit 6,9 M€ s'agissant des AP GEC. Ce montant ne nous paraît pas constituer un avantage pouvant s'assimiler à un complément de prix pour Groupama et ayant un impact significatif sur la parité. Par ailleurs, il convient ici de rappeler qu'à l'occasion de l'Opération, Groupama, contrairement aux autres actionnaires de Silic, devient associé minoritaire d'une société non cotée, sa participation étant incessible durant 30 mois avec une clause de liquidité limitée ou assortie de décote au terme de cette période d'inaliénabilité (cf. § 4.2.6.).

5.3. Autres éléments d'appréciation

Des actionnaires minoritaires ont également attiré notre attention sur le fait que la parité proposée n'offre pas de prime de contrôle et qu'aucune surenchère n'est possible.

En premier lieu et à notre connaissance, le paiement d'une prime de contrôle ne constitue pas une obligation de la part de l'Initiateur et résulte éventuellement d'un accord entre les parties, étant supposé qu'aucun complément de prix n'ait été versé à l'un des actionnaires de la cible.

En second lieu et en l'absence de processus compétitif de vente, il ne nous appartient pas de nous prononcer sur la possibilité ou non d'une surenchère, question qui nous semble plutôt relever du droit que de l'expertise indépendante devant conclure sur le caractère équitable d'une offre d'un point de vue financier.

Cela étant dit, l'Offre peut sembler peu généreuse eu égard à la parité offerte. Néanmoins, il convient de souligner qu'une cession ou un échange résulte de la rencontre entre un vendeur et un acheteur dans les conditions de marché qui prévalent au moment de l'accord. Ainsi, des contacts ont été pris par des investisseurs avec les conseils de Groupama manifestant un intérêt pour une prise de participation minoritaire dans Silic à des prix dont le cours de bourse constituait un maximum. La représentante de l'association des actionnaires minoritaires indique elle-même dans son courrier adressé à l'AMF le 24 février 2011, après avoir rappelé que la période était défavorable pour Groupama, que : « *la dégradation de la notation de la France et des banques françaises était alors imminente et cette circonstance rendait l'accès aux banques impossible à toute autre foncière qui aurait souhaité candidater à la reprise du bloc d'actions Silic que Groupama était contrainte de céder* ».

Les solutions s'offrant à Groupama étaient dès lors limitées et ne garantissaient pas aux actionnaires minoritaires des conditions financières plus favorables. Il est donc compréhensible que le groupe mutualiste ait opté pour une solution industrielle, susceptible de créer de la valeur pour lui-même et les autres actionnaires de Silic.

A cet égard, il nous été communiqué un document préparé par les managements de Silic et d'Icade et présentant les grandes lignes du projet industriel envisagé. Les avantages susceptibles d'être retirés de ce rapprochement, outre l'adossement à une institution financière de premier plan, consistent principalement en :

- la constitution de la plus importante foncière de bureaux française, avec un ANR combiné de 6 Mds€ et un LTV de 40 % ;

- une complémentarité des sites garantissant une présence géographique globale en Ile de France autour de Paris et présentant une offre commerciale étendue aux utilisateurs, idéalement placée dans la perspective de la mise en œuvre du Grand Paris ;
- d'importantes réserves constructibles ;
- une amélioration des capacités d'arbitrage permettant, entre autres, le développement du projet Mozart sans recours à un partenaire externe, et la possibilité de différer le programme de cession envisagé par Silic ;
- une réduction du coût de la dette comparée à une approche *stand alone* des deux sociétés
- une amélioration du statut boursier, avec une capitalisation boursière de l'ensemble s'élevant à 4,6 Mds€, potentiellement favorable à la liquidité du titre (flottant sensiblement accru).

6. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par les banques présentatrices, BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank (ci-après les « Banques »).

6.1. Choix des méthodes et critères d'évaluation

Comme nous-mêmes, les Banques ont écarté l'approche par les transactions comparables en raison de l'absence d'opérations similaires récentes. Elles ont également exclu l'approche par le PER au motif que cette méthode est équivalente à celle du cash-flow courant mise en œuvre par ailleurs (cf. infra).

Les Banques n'ont pas retenu non plus la méthode du DCF jugée redondante avec l'ANR en raison de la prise en compte de cette méthode par les experts immobiliers. Pour notre part, nous estimons que cette méthode, que nous avons développée à titre secondaire, ne fait pas double emploi avec celle de l'ANR, d'abord parce que cette dernière n'est pas retenue par l'expert immobilier de Silic, ensuite parce que la méthode de l'ANR n'appréhende pas pleinement, selon nous, les changements de périmètre et les investissements importants prévus dans chacun des plans d'affaires des sociétés.

Enfin, les Banques rejettent également la méthode des comparables boursiers dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément pertinent supplémentaire par rapport à l'analyse de la parité réalisée sur la base des ANR, des cash-flows courants ou des dividendes. De notre côté, nous avons mis en œuvre cette méthode, à titre de recoupement compte tenu des limites qu'elle porte (absence de véritables comparables, faible taille de l'échantillon) en retenant un horizon de prévision cohérent avec les perspectives des deux sociétés (2015) et en l'ajustant des projets portés au-delà.

S'agissant des critères et méthodes retenus par les Banques et non par nous, nous n'avons pas retenu la méthode des cash-flows courants 2011, 2012 et 2013 pour les raisons développées ci-dessus, i.e. les importants changements de périmètres et les plans d'arbitrage en cours dans les deux sociétés. Elle conduit à présenter des décotes comprises entre 4,5 % et 14,1 %. Nous n'avons pas non plus conservé la méthode du dividende présentée à titre d'information au paragraphe 4.1.2.

Concernant les ORNANes, nous avons employé les mêmes critères et méthodes que les Banques, à l'exception de l'approche par transparence ou valeur théorique de marché. Cette méthode est développée sur la base d'un modèle trinomial propriétaire d'une des Banques et retient comme paramètres principaux une valeur de l'action sous-jacente de 79,19 € et une volatilité implicite de l'ORNANE de 17 %. Elle conduit à retenir une valeur de l'ORNANE de 120,41 €, qui s'inscrit dans la fourchette que nous avons déterminée (95,26€-124,59 €).

6.2. Analyse des résultats des critères et méthodes utilisés

Le tableau ci-dessous présente le résultat des méthodes et critères mis en œuvre conjointement par les Banques et par nous-mêmes pour l'évaluation de la parité Silic/Icade :

Comparaison des parités Silic/lcade en fonction des critères et méthodes utilisés	BM&A		les Banques	
	Parité	Prime/(décote)	Parité	Prime/(décote)
Cours de bourse				
- 1 an	1,16	7,7%	1,16	7,7%
- 6 mois	1,16	7,4%	1,16	7,4%
- 3 mois	1,20	4,5%	1,20	4,5%
- 20 jours de bourse	1,24	0,6%	1,23	1,4%
- clôture au 24 nov. 2011	1,31	-4,7%	1,31	-4,7%
Cours cible des analystes	1,10	13,4%	1,18	6,1%
Actif net réévalué				
- ANR EPRA triple net au 30 juin 2011	1,22	2,3%	1,22	2,3%
- ANR EPRA triple net au 31 déc. 2011	1,20	4,3%	1,20	4,3%
- ANR au 31 déc. 2011 retraité	1,22	2,1%	n/a	n/a
Transactions sur le capital de la Société				
- Apport du 22 déc. 2011 (55,6 % d'lcade et 6,5% de Silic)	1,25	0,0%	1,25	0,0%
- Apport du 16 fév. 2012 (37,45 % de Silic)	1,25	0,0%	1,25	0,0%

Les résultats obtenus par les Banques et nous-mêmes ne présentent pas de différences significatives. Les seuls écarts susceptibles d'être relevés concernent :

- La moyenne pondérée du cours de bourse 20 jours, critère pour lequel les Banques retiennent un mois ;
- Les cours cibles des analystes : notre approche a consisté à ne retenir que les cours cibles d'octobre et novembre 2011 et à exclure Barclays Capital de l'analyse pour les deux sociétés. Les Banques ont retenu des analyses remontant jusqu'à fin juillet 2011 et ont conservé Barclays Capital.

Nos résultats respectifs relatifs à la valeur de l'ORNANE sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Comparaison des valeurs de l'ORNANE en fonction des critères et méthodes utilisés	BM&A		les Banques	
	Valeur	Prime/(décote)	Valeur	Prime/(décote)
Cours de bourse				
- 1 an	119,90 €	4,9%	120,30 €	4,6%
- 6 mois	118,53 €	6,1%	118,80 €	5,9%
- 3 mois	113,29 €	11,0%	113,70 €	10,6%
- 20 jours de bourse	111,93 €	12,4%	112,20 €	12,1%
- clôture au 24 nov. 2011	109,17 €	15,2%	109,20 €	15,2%
Valeur de remboursement anticipé	125,79 €	0,0%	125,79 €	0,0%
Valeur de conversion				
- Minimum	95,26 €	32,1%		
- Centrale	101,39 €	24,1%	99,85 €	26,0%
- Maximum	114,54 €	9,8%		
Valeur théorique de marché	n/a	n/a	120,41 €	4,5%

Les différences sur les cours proviennent du fait que les Banques utilisent la source Bloomberg alors que nous utilisons Datastream, ce qui peut induire des écarts de cours s'agissant d'un marché OTC. Concernant l'approche par la valeur de conversion, les Banques ont utilisé comme cours de référence de Silic, la moyenne 5 jours au 7 mars 2012, alors que nous avons retenu des références de cours de Silic basée sur les moyennes pondérées de 20 jours de bourse à 1 an au 24 novembre 2011. Ces différences méthodologiques n'influent pas sur la fourchette globale de valorisation sur laquelle le prix d'Offre présente des primes de 0,1 % à 24,5 %.

7. CONCLUSION

Le tableau ci-après synthétise les primes et décotes extériorisées, selon nos analyses, par la parité proposée dans le cadre de l'Offre :

Méthodes/Critères	Silic	Parité	lcade	Prime/(décote)
Cours de bourse				
Cours moyen pondéré (24 nov. 2011) :				
- 3 ans	80,38 €	1,135	70,79 €	10,1%
- 2 ans	87,31 €	1,163	75,08 €	7,5%
- 1 an ⁽¹⁾	88,47 €	1,160	76,25 €	7,7%
- 6 mois ⁽¹⁾	81,74 €	1,164	70,24 €	7,4%
- 3 mois ⁽¹⁾	74,00 €	1,197	61,83 €	4,5%
- 20 jours de bourse ⁽¹⁾	73,57 €	1,243	59,19 €	0,6%
- clôture au 24 nov. 2011	66,30 €	1,312	50,55 €	-4,7%
Cours moyen pondéré (24 fév. 2012) :				
- 3 ans	81,19 €	1,144	70,98 €	9,3%
- 2 ans	85,61 €	1,165	73,50 €	7,3%
- 1 an	82,22 €	1,153	71,34 €	8,5%
- 6 mois	73,87 €	1,228	60,18 €	1,8%
- 3 mois	73,77 €	1,259	58,60 €	-0,7%
- 20 jours de bourse	78,82 €	1,249	63,09 €	0,1%
- au 24 fév. 2012	77,15 €	1,258	61,34 €	-0,6%
Cours cible des analystes				
- Octobre et novembre 2011	83,25 €	1,103	75,50 €	13,4%
Actif net réévalué				
- ANR EPRA triple net au 31 déc. 2010	103,93 €	1,277	81,40 €	-2,1%
- ANR EPRA triple net au 30 juin 2011	102,51 €	1,222	83,90 €	2,3%
- ANR EPRA triple net au 31 déc. 2011 ⁽¹⁾	100,30 €	1,199	83,65 €	4,3%
- ANR au 31 déc. 2011 retraité ⁽¹⁾	100,48 €	1,225	82,04 €	2,1%
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 31-déc.2011)				
-Minimum	63,61 €	1,177	54,03 €	6,2%
-Centrale	80,07 €	1,226	65,30 €	1,9%
-Maximum	100,84 €	1,268	79,50 €	-1,5%
Méthode des comparables				
- Comparables boursiers	85,5	1,272	67,2	-1,8%
Transactions sur le capital de la Société				
- Apport du 22 déc. 2011 (55,6 % d'lcade et 6,5% de Silic)	79,00 €	1,250	63,20 €	0,0%
- Apport du 16 fév. 2012 (37,45 % de Silic)	79,00 €	1,250	63,20 €	0,0%

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

7.1. Du rapport d'échange Silic / lcade

S'agissant de l'appréciation de la parité que propose l'Offre (5 actions lcade pour 4 actions Silic, d'où un rapport d'échange de 1,25), nos travaux se sont basés sur une approche multicritères qui a principalement reposé sur les critères du cours de bourse et sur les ANR EPRA triple net, publié et retraité, au 31 décembre 2011. A titre secondaire et de rapprochement, nous avons mis en œuvre la méthode du DCF et la méthode des comparables boursiers et, retenu la référence aux apports effectués par CDC et Groupama à Holdco et le critère du cours cible des analystes.

La méthode du DCF est retenue à titre secondaire en raison des incertitudes pesant sur les importants programmes de cession et d'investissement engagés par les deux sociétés. Néanmoins, elle permet d'obtenir une vision à long terme de la valeur des deux foncières, tenant compte en particulier, d'un taux d'actualisation sensiblement plus élevé pour les activités de promotion et services d'Icade et de la terminaison des programmes d'investissement, dont Mozart pour Silic et EQHO pour Icade, et, par conséquent, de leurs revenus locatifs intégrés dans la valeur terminale. Cette méthode conduit à une parité centrale de 1,23 sur laquelle la parité de l'Offre extériorise une prime de 1,9 %.

La méthode des comparables boursiers est mise en œuvre à titre de recoupement en raison, notamment, de la faible taille de l'échantillon des sociétés jugées comparables, et du fait qu'elle ne tient que partiellement compte des programmes d'investissement des sociétés parties à l'Offre, ce que ne connaissent pas les sociétés de l'échantillon. Afin de limiter l'incidence de cette asymétrie, nous avons ajusté les valeurs issues des multiples de cash-flow, de l'impact des programmes non terminés en 2015, dernière année du consensus des prévisions. Cette méthode aboutit à un rapport d'échange de 1,27, et donc à une décote de 1,8 %.

La parité induite par les opérations d'apport de titres Icade par CDC et de titres Silic par Groupama à Holdco SIIC pourrait sembler constituer une référence forte pour l'appréciation de la parité proposée par l'Offre, en ce qu'elles ont été réalisées entre investisseurs avertis et ont porté sur une quote-part significative du capital des deux sociétés (respectivement 55,6 % et 44 %). Cependant, la situation dans laquelle se trouvait Groupama lors des négociations, nous conduit à relativiser la portée de cette référence et à ne la retenir qu'à titre secondaire. Par construction, la parité de l'Offre ne fait apparaître ni prime ni décote par rapport à cette référence.

Le rapport des cours cibles moyens des analystes, relevés à partir des notes d'octobre et novembre 2011, soit préalablement à l'annonce du rapprochement, présente une parité de 1,10 et une prime de 13,4 %.

Compte tenu de la liquidité et de l'analogie des comportements boursiers des deux titres, le critère du cours de bourse est une référence pertinente pour mesurer de la parité entre Silic et Icade. Sur la base des cours moyens pondérés par les volumes au 24 novembre 2011, sur des durées de 20 jours à un an, la parité d'échange s'inscrit dans une fourchette de 1,16 à 1,24, soit une prime comprise entre 0,6 % et 7,7 %. La même analyse menée au 24 février 2012 conduit à une fourchette de parité de 1,15 (prime de 8,46 %) à 1,26 (décote de 0,7 %).

L'ANR EPRA triple net constitue la méthode de place privilégiée pour l'évaluation des sociétés foncières. Sur la base des ANR publiés par Silic et Icade, la parité ressort à 1,20 sur laquelle la parité de l'Offre présente une prime de 4,3 %. Par souci de prudence et afin d'établir une homogénéité dans les méthodes retenues pour la détermination des ANR des deux sociétés, nous avons, notamment :

- annulé la valeur des projets devant être initiés dans plus de 5 ans chez Silic, réintégré le projet Mozart et valorisé Socomie ; ces ajustements ont une incidence positive nette de 0,2 € par action Silic ;
- tenu compte du risque potentiel de redressement fiscal pesant sur Icade (que la société conteste), en retenant 50 % de la demande de l'Administration, et de la plus-value réalisée en février sur la cession d'une filiale de services. Par solde, ces ajustements ont une incidence négative de 1,6 € par action Icade.

Le rapport d'échange qui découle de ces ANR ajustés s'établit à 1,22, soit une prime de 2,1 %.

7.2. De la valeur de l'ORNANE

Nous avons analysé le prix d'Offre de 125,79 € par ORNANE au regard de son cours de bourse, de sa valeur de remboursement anticipée et de sa valeur de conversion.

Depuis son émission, le prix moyen du titre sur le marché est compris entre 109,17 € et 119,90 € au 24 novembre 2011 (124,49 € au 24 février 2012), avec un maximum de 128,48 € en juin 2011. La prime induite ressort dans une fourchette comprise entre 1,0 % et 12,4 %.

La valeur de remboursement anticipé, telle que prévue dans la note d'opération de l'ORNANE, résulte d'un calcul mécanique revenant à additionner le prix au pair et le montant des intérêts courus à la date la plus tardive possible de remboursement soit en l'état actuel de l'Offre, le 21 mai 2012. Il vient une valeur de remboursement de 125,79 € sur laquelle l'Offre n'extériorise ni prime ni décote.

Enfin, la valeur de conversion, qui prévoit en cas d'offre publique un taux de conversion ajusté de l'ORNANE, conduit à une valeur de l'obligation comprise entre 95,26 € et 114,54 €, soit des primes comprises entre 9,8 % et 32,1 %.

7.3. De l'opération connexe et des autres éléments d'appréciation de l'Offre

Nous avons examiné l'opération de souscription des AP devant être émises par GEC et souscrites par CDC à hauteur de 300 M€, afin de déterminer si elle conduisait, in fine, à octroyer un complément de prix à Groupama de nature à remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires de Silic, en analysant les deux situations pouvant se présenter : l'une dans laquelle les AP sont souscrites aux conditions prévues, l'autre dans laquelle les AP ne sont pas souscrites.

Si les AP sont souscrites, le rendement de 15 % attendu par CDC, qui n'est pas incohérent avec les rentabilités observées lors d'opérations comparables, combiné aux mécanismes de protection de son investissement, nous font considérer que CDC a préservé ses intérêts et que Groupama n'a pas bénéficié d'un traitement lui conférant un avantage pouvant être assimilé à un complément de prix.

Si les AP ne sont finalement pas émises par GEC, l'engagement de souscription de la part de CDC qui n'aurait pas eu de contrepartie financière, pourrait s'assimiler à une commission de souscription réglée à un intermédiaire afin de garantir un placement dont le taux moyen est de l'ordre de 2,3 %, soit rapporté à 300 M€, un avantage estimé à 7 M€, montant qui n'a pas un impact significatif sur la parité de l'Offre.

Par ailleurs, quel que soit le sort des AP GEC, l'Opération conduit Groupama à bloquer sa participation Silic dans une entité non cotée dans laquelle Groupama est minoritaire, pour une période de 30 mois à l'issue de laquelle sa liquidité est restreinte, situation pénalisante par rapport à celle des autres actionnaires de Silic, qu'ils aillent ou non à l'échange.

Enfin et de manière plus générale, il nous apparaît que l'Offre, qui présente des primes comprises entre 0,6 % et 7,7 % (pour les seules méthodes principales), n'est certes pas généreuse pour les actionnaires de Silic, s'agissant d'une

opération pouvant conduire l'Initiateur à obtenir le contrôle de droit de la Société. Il convient néanmoins de souligner qu'elle intervient dans un contexte de marché dégradé et marqué par une incertitude importante quant à l'évolution des conditions économiques, voire fiscales, et quant à l'accès aux ressources de financement. Le rapprochement des deux sociétés contribue à la création d'une entreprise leader sur son marché, dotée d'un profil boursier plus attractif et adossé à une institution financière de premier plan.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre publique d'échange et de l'Offre publique d'achat proposant :

- un rapport d'échange de 5 actions Icade coupon attaché à émettre pour 4 actions Silic coupon attaché,
- un rapport d'échange de 5 actions Icade coupon détaché (Actions Icade Jouissance 2012) à émettre pour 4 actions Silic créées en 2012 (Actions Silic Jouissance 2012),

et

- le prix de 125,79 € par ORNANE Silic,

sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires et pour les porteurs d'ORNANES de la société Silic.

Fait à Paris, le 12 mars 2012

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Jean-Louis Mullenbach

Associés

ANNEXES

Annexe 1 : Calendrier de l'expertise

Date	Principales étapes
16-déc.-12	- Réunion de présentation de l'opération par la direction générale de Silic
20-déc.-12	- Réunion avec les experts immobiliers de Silic
21-déc.-12	- Conférence téléphonique avec les commissaires aux comptes de Silic et les commissaires aux apports de l'opération Holdco Siic
22-déc.-12	- Réunion avec deux représentants du comité ad hoc composés d'administrateurs de Silic
6-janv.-12	- Réunion avec les représentants de la direction d'Icade
9-janv.-12	- Réunion avec les représentants de la banque présentatrice BNP Paribas
18-janv.-12	- Réunion avec les représentants de la société Gan Eurocourtage
23-janv.-12	- Réunion avec les représentants des banques conseils de Silic (Société Générale et HSBC)
30-janv.-12	- Réunion avec les représentants des banques conseils de Silic (Société Générale et HSBC)
7-févr.-12	- Conférence téléphonique avec des représentants de la banque conseil de Groupama (Morgan Stanley) relative aux AP GEC
7-févr.-12	- Réunion avec les représentants du comité ad hoc de Silic et de leur banque conseil (HSBC)
10-févr.-12	- Réunion avec Mme Colette Neuville, présidente de l'ADAM, et deux représentants du fonds Amber Capital, en présence de la banque HSBC
14-févr.-12	- Conférence téléphonique avec les experts immobiliers de Silic
15-févr.-12	- Réunion avec les représentants de la banque présentatrice BNP Paribas
16-févr.-12	- Réunion avec les représentants d'Icade et les ceux des banques conseil de Silic
16-févr.-12	- Réunion avec les représentants de Groupama et de leur banque conseil (Morgan Stanley)
17-févr.-12	- Réunion avec les représentants de la Caisse des Dépôts & Consignations et de leur banque conseil (Lazard)
22-févr.-12	- Réunion d'étape avec les représentants du comité ad hoc et de leur banque conseil (HSBC)
28-févr.-12	- Conférence téléphonique avec un représentant des experts immobiliers d'Icade
2-mars-12	- Conférence téléphonique avec les représentant du comité ad hoc
3-mars-12	- Conférence téléphonique avec le directeur général délégué de Groupama SA
5-mars-12	- Remise d'un pré rapport au conseil d'administration de Silic
9-mars-12	- Remise d'une seconde version du pré rapport au conseil d'administration de Silic
12-mars-12	- Remise du rapport et présentation des conclusions au conseil d'administration de Silic

Annexe 2 : Liste des personnes rencontrées ou contactées au cours de l'expertise

Société	Personnes rencontrées/contactées	
Silic <i>Direction</i>	François Netter Philippe Lemoine Bruno Meyer Jérôme Lucchini Laurent Poinard	Président Directeur général délégué - Président de Socomie Directeur général adjoint Secrétaire général Directeur financier
<i>Comité ad hoc des administrateurs Indépendants</i>	Hubert Rodarie François Gin Jean-François Gauthier	Directeur général délégué de SMABTP Directeur général de Groupe Agrica
<i>Autres administrateurs indépendants</i>	Brigitte Sagnes-Dupont Philippe Depoux	Présidente d'OFI Reim Président de Generali France Immobilier
Société générale CIB <i>Banque conseil de la direction de Silic</i>	Hubert Preschez Alexandre Saada Alexandre Courbon Matthieu Gueugnier Antoine Loudonot	Managing director - Responsable M&A France Managing director FIG Director M&A Associate - Real Estate M&A Managing director - Head of capital structuring
HSBC <i>Banque conseil du conseil d'administration de Silic</i>	Stéphane Bensoussan Dimitri Spoliansky Cyrille Deslandes Philippe Bidaud	Managing director - Head of M&A Director Associate director Associate director - Real estate M&A
Gide Loyrette Nouel <i>Avocat conseil de Silic</i>	Didier Martin	Associé
Icade	Serge Grzybow ski Nathalie Palladitcheff Nicolas Dutreuil	Président directeur général Membre du comité exécutif en charge des finances Responsable Corporate & Financements
BNP Paribas CIB <i>Banque conseil d'Icade & banque représentative</i>	Charles Saiag Nicolas de Gastines Adrien Ollat	Managing director Managing director - Real estate & Hotel Group Analyst
Groupama	Cécile Daubignard Catherine Granger	Directrice Stratégie groupe & Fusions-Acquisitions Directrice Fusions-Acquisitions
Gan Eurocourtage	Baudoin Caillemer	Directeur général
Morgan Stanley <i>Banque conseil de Groupama</i>	Guillaume Gabaix Julien Lamm	Managing director Vice-president
Caisse des Dépôts et Consignations	Sabine Schimel Julien Brami Loïc Bonheure	Directeur département développement, filiales et participations Directeur adjoint développement, filiales et participations Responsable développement
Lazard <i>Banque conseil de la Caisse des Dépôts</i>	Nicolas-David Kersen Vincent Thillaud	Gérant Directeur adjoint affaires financières
ADAM	Colette Neuville	Présidente
Amber Capital <i>Hedge fund actionnaire minoritaire de Silic</i>	Olivier Fortesa Vincent Favier	Managing director Managing director
KPMG Mazars <i>Commissaires aux comptes d'Icade</i>	Isabelle Goalec Denis Grison	Associé Associé
Grant Thornton PwC <i>Commissaires aux comptes de Silic</i>	Laurent Bouby Jean-Baptiste Deschryver	Associé Associé
Cabinet Ledouble Groupe JPA <i>Commissaires aux apports dans l'opération Silic/Icade</i>	Dominique Ledouble Jacques Potdevin	Président-directeur général Associé
Salustro & Associés Didier Kling & Associés <i>Commissaires aux apports chargés d'apprécier les avantages particuliers relatifs aux AP GEC</i>	Olivier Salustro Didier Kling	Président Président
BNP Paribas Real Estate Expertise <i>Expert immobilier de Silic</i>	Jean-Claude Dubois Didier Louge	Président Directeur général
Jones Lang LaSalle Expertises DTZ Eurexi <i>Expert immobilier d'Icade</i>	Fabrice Léger Jean-Philippe Carmarans	Directeur France Président directeur général
COREVISE <i>Expert en charge de la valorisation des activités Promotion & Services d'Icade</i>	Jacques Zaks	Associé

Annexe 3 : Principaux documents et informations obtenus

Opération(s) / Société(s) concernée(s)	Documents / Informations
Opération	Protocole du 13 décembre 2011 signé entre la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), Icade et Groupama Lettre d'offre ferme du 22 décembre 2011 émise par CDC et Icade à l'intention de Groupama Lettre d'acceptation de l'offre ferme du 30 décembre 2011 signée par Groupama Statuts de Holdco SILC Pacte d'associés signé le 6 février 2012 entre la CDC et Groupama relatif à Holdco SILC Statuts de GAN Eurocourtage (GEC) Pacte d'actionnaires signé le 15 février 2012 entre CDC et Groupama relatif à GEC Rapport des commissaires aux avantages particuliers du 22 décembre 2011 relatif à l'émission des actions de préférence GEC Lettres d'affirmation de Groupama et de CDC
Apports	Traité d'apport du 22 décembre 2011 signé entre la CDC et Holdco SILC (apport de 55,58% du capital d'Icade à Holdco SILC) Traité d'apport du 21 décembre 2011 signé entre Groupama et Holdco SILC (apport de 6,5 % du capital de Silic à Holdco SILC) Traité d'apport du 6 février 2012 signé entre Groupama et Holdco SILC (apport de 37,45 % du capital de Silic à Holdco SILC) Rapport des commissaires aux apports du 22 décembre 2011 relatif à l'apport des titres Icade à Holdco SILC Rapport des commissaires aux apports du 22 décembre 2011 relatif à l'apport de 6,5 % du capital de Silic à Holdco SILC Rapport des commissaires aux apports du 7 février 2012 relatif à l'apport de 37,45 % du capital de Silic à Holdco SILC
OPE-OPA	Projet de note d'information de la société Icade à l'intention de l'AMF Projet de note en réponse de Silic à l'intention de l'AMF Rapport d'évaluation des banques présentatrices (BNP Paribas & Crédit Agricole CIB) Rapport relatif à l'appréciation des éléments de la parité de la banque conseil de Silic (Société Générale CIB) Rapport de la banque conseil du conseil d'administration (HSBC) Éléments additionnels sur le projet industriel Icade Silic du 7 mars 2012
Silic	Dataroom informatique Silic Comptes consolidés et annexes au 31 décembre 2011 Rapport de gestion du conseil d'administration sur les comptes clos le 31 décembre 2011 Plan d'affaires 2011-2017 Fichier de synthèse du patrimoine immobilier Rapport d'expertise immobilière de BNP Paribas Real Estate Fichier interne d'estimation de la valeur du projet Mozart Lettre d'affirmation de Silic
Icade	Dataroom informatique Icade Comptes consolidés et annexes au 31 décembre 2011 Rapport de gestion sur les comptes clos le 31 décembre 2011 Plan d'affaires 2011-2016 (réel 2010, atterrissage 2011, budget 2012 et PMT 2013-2016) Rapport d'évaluation des sociétés de services et de promotion Fichier de synthèse du patrimoine immobilier Rapports d'expertise immobilière relatifs aux actifs les plus significatifs (DTZ, JLL, CBRE, Catella) Protocole d'investissement entre Icade et un investisseur dans le cadre de l'ouverture du capital d'Icade Santé Rapport général du commissaire aux comptes d'Icade Santé sur les comptes annuels clos le 31 décembre 2011 Consultation fiscale relative à la procédure fiscale engagée à l'encontre d'Icade Lettre d'affirmation d'Icade
GAN Eurocourtage	Bilan & compte de résultat au 31 décembre 2011 Prévisions 2011-2014 datées du 13 décembre 2011

BMSA