

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



EN REPONSE A

L'OFFRE PUBLIQUE MIXTE SIMPLIFIEE A TITRE PRINCIPAL

ASSORTIE D'UNE

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE A TITRE SUBSIDIAIRE

INITIEE PAR



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 30 janvier 2013, 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 en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Foncière Sépric (www.fonciere-sepric.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais auprès de :

FONCIERE SEPRIC
116, rue de Silly
92100 Boulogne Billancourt

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Foncière Sépric 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.

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE SEPRIC	9
3. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	13
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT FONCIERE SEPRIC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
6. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE	18

ANNEXE 1. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
--	-----------

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 234-2 et de l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF, Patrimoine et Commerce, société en commandite par actions au capital de 142 483 171,50 euros, dont le siège social est situé 7-9, rue Nationale à Boulogne Billancourt (92100), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 395 062 540, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011027135 (« l'**Initiateur** » ou « **Patrimoine et Commerce** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Foncière Sépric, société anonyme à conseil d'administration au capital de 45 751 704 euros, dont le siège social est situé 116, rue de Silly à Boulogne Billancourt (92100), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 399 578 087 (« **Foncière Sépric** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004031292, d'acquérir la totalité de leurs actions Foncière Sépric dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre est constituée d'une offre publique mixte simplifiée à titre principal, assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire :

- au titre de l'offre publique mixte simplifiée principale : l'Initiateur offre, à titre principal, aux actionnaires de la Société, d'échanger les actions Foncière Sépric qu'ils détiennent contre des actions Patrimoine et Commerce à émettre selon un rapport de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché) à émettre pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) apportées, auquel s'ajoute un paiement en numéraire de 0,91 euro par action Foncière Sépric apportée (soit 18,20 euros pour 20 actions Foncière Sépric apportées) (l'« **Offre Mixte Principale** ») ;
- au titre de l'offre publique d'achat simplifiée subsidiaire : l'Initiateur offre, à titre subsidiaire, aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions Foncière Sépric au prix de 12 euros par action Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) apportée (l'« **OPA Subsidiaire** »).

Le nombre total d'actions Foncière Sépric susceptibles d'être apportées à l'OPA Subsidiaire est limité à 462 000 actions Foncière Sépric, soit 6,06% du capital de Foncière Sépric à la date du présent projet de note en réponse.

Les actions Foncière Sépric présentées à l'OPA Subsidiaire qui ne pourront pas être acceptées en raison d'apports excédant la limite ci-avant seront réputées avoir été apportées à l'Offre Mixte Principale.

Sous réserve de ce qui précède, les actionnaires de Foncière Sépric peuvent apporter leurs actions Foncière Sépric soit à l'Offre Mixte Principale, soit à l'OPA Subsidiaire.

Les ordres d'apport à l'Offre Mixte Principale et à l'OPA Subsidiaire ne pourront porter que sur des quotités de 20 actions Foncière Sépric ou sur tout multiple de cette quotité. Si le nombre d'actions Foncière Sépric qu'un actionnaire de Foncière Sépric souhaite apporter à l'Offre Mixte Principale ou à l'OPA Subsidiaire excède cette quotité ou l'un de ses multiples, cet actionnaire devra faire son affaire des rompus éventuels et soit acquérir soit céder des actions Foncière Sépric afin d'apporter un nombre d'actions Foncière Sépric égal à 20 ou à un multiple de 20.

L'Offre vise la totalité des actions Foncière Sépric existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la date du présent projet de note en réponse, un nombre de 2 918 121 actions, en ce compris, la totalité des actions auto-détenues par la Société, soit 5 046 actions, représentant 0,07% du capital de la Société, étant cependant précisé que le conseil d'administration de Foncière Sépric a décidé, le 21 janvier 2013, que ces actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

L'Offre vise également les 90 000 actions nouvelles Foncière Sépric susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 90 000 options de souscription Foncière Sépric (les « **Options de Souscription** ») détenues par deux bénéficiaires (voir paragraphe 1.3 « Rappel des termes de l'Offre – Situation des bénéficiaires d'Options de Souscription »). Toutefois, ces actions nouvelles n'auront pas droit au dividende de 0,40 euro par action décidé par l'assemblée générale du 12 décembre 2012 qui sera mis en paiement le 28 mars 2013. Par conséquent, dans l'hypothèse où ces actions nouvelles seraient apportées à l'Offre, le montant en numéraire de 0,91 euro par action existante Foncière Sépric qui sera versé dans le cadre de l'Offre Publique Mixte sera réduit de 0,40 euro pour chaque action nouvelle Foncière Sépric apportée et le prix de 12 euros par action existante Foncière Sépric qui sera versé dans le cadre de l'OPA Subsidaire sera réduit de 0,40 euro pour chaque action nouvelle Foncière Sépric apportée.

A la date du présent projet de note en réponse, 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 la Société.

L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximal de 3 008 121 actions Foncière Sépric.

L'Offre fait suite à l'acquisition par Patrimoine et Commerce de 61,73% du capital de Foncière Sépric dans les conditions décrites au paragraphe 1.2 « Contexte de l'Offre ». A la date du présent projet de note en réponse, Patrimoine et Commerce détient 61,73% du capital et 50,14% des droits de vote de Foncière Sépric.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.2 Contexte de l'Offre

Comme indiqué ci-dessus, l'Offre fait suite à l'acquisition par Patrimoine et Commerce de 61,73% du capital de Foncière Sépric.

Le rapprochement entre Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric a pour objet de permettre de créer la 1^{ère} foncière cotée spécialisée d'actifs commerciaux périurbains offrant aux enseignes une forte commercialité pour des loyers attractifs et des charges faibles. Dans un contexte économique durablement dégradé où la recherche du meilleur prix devient une logique de consommation, c'est une classe d'actifs qui devrait connaître un réel développement.

Le rapprochement avec Foncière Sépric permet à Patrimoine et Commerce de franchir une étape significative vers son objectif de détenir un patrimoine de 1 milliard d'euros en 2016.

Description des modalités du rapprochement entre Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric

La fixation des modalités du rapprochement entre Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric fait suite à une série d'échanges entre l'Initiateur et chacune des deux familles représentant les deux principaux actionnaires de Foncière Sépric, la famille Vergely d'une part et la famille Robbe d'autre part qui ont abouti à la conclusion, le 27 novembre 2012, de deux traités d'apport dont les termes et conditions ont été approuvés par l'assemblée générale de Patrimoine et Commerce le 21 décembre 2012.

En conséquence de la réalisation de toutes les conditions suspensives visées dans les traités d'apport, la Famille Vergely d'une part et la Famille Robbe d'autre part ont ainsi apporté, le 27 décembre 2012, date de règlement-livraison, un nombre total de 4 707 163 actions Foncière Sépric, représentant 61,73% du capital de Foncière Sépric, dans les proportions suivantes :

Famille Vergely :

• Pentagone Holding :	1 231 436 actions Foncière Sépric
• M. Philippe Vergely :	1 031 692 actions Foncière Sépric
• Mme Marie Noëlle Vergely :	639 820 actions Foncière Sépric
• Mlle Olivia Vergely :	13 544 actions Foncière Sépric
• M. Amaury Vergely :	14 323 actions Foncière Sépric

Famille Robbe :

• B.M.R. :	353 308 actions Foncière Sépric
• M. Bernard Robbe :	1 155 604 actions Foncière Sépric
• Mme Marianne Robbe :	182 168 actions Foncière Sépric
• Mme Maïté Daveze Philippe :	85 268 actions Foncière Sépric

La rémunération des apports a consisté en :

- (i) l'émission de 2 588 936 actions nouvelles portant jouissance courante Patrimoine et Commerce, sur la base d'un rapport d'échange à 11 actions Patrimoine et Commerce pour 20 actions Foncière Sépric et
- (ii) le versement d'une somme en numéraire d'un montant total de 4 283 518,33 euros, à titre de soulte d'apport, correspondant à un montant unitaire de 0,91 euro par action Foncière Sépric apportée.

Les apporteurs ont ainsi reçu des actions nouvelles et un montant en numéraire dans les proportions suivantes :

• Pentagone Holding :	677 289 actions	1 120 606,76 euros
• M. Philippe Vergely :	567 430 actions	938 839,72 euros
• Mme Marie Noëlle Vergely :	351 901 actions	582 236,20 euros
• Mlle Olivia Vergely :	7 449 actions	12 325,04 euros
• M. Amaury Vergely :	7 877 actions	13 033,93 euros
• B.M.R. :	194 319 actions	321 510,28 euros
• M. Bernard Robbe :	635 582 actions	1 051 599,64 euros
• Mme Marianne Robbe :	100 192 actions	165 772,88 euros
• Mme Maïté Daveze Philippe :	46 897 actions	77 593,88 euros

Les apports par chacune des deux familles ont chacun fait l'objet d'un rapport de Messieurs Jean Louis Fourcade et Alain Abergel, commissaires aux apports désignés par ordonnance du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 7 novembre 2012. Ces rapports en date du 30 novembre 2012 ont été déposés au greffe du Tribunal de commerce de Nanterre et mis à la disposition des actionnaires de Patrimoine et Commerce dans les délais légaux.

Les modalités des apports sont plus amplement décrites dans le document d'information qui a été enregistré par l'AMF sous le numéro E. 12-051 en date du 5 décembre 2012, disponible sur les sites Internet de l'AMF et de Patrimoine et Commerce.

1.3 Rappel des termes de l'Offre

Description de l'Offre

Les actionnaires de Foncière Sépric peuvent apporter leurs actions Foncière Sépric soit à l'Offre Mixte Principale, soit à l'OPA Subsidaire dans les conditions ci-après.

Les ordres d'apport à l'Offre Mixte Principale et à l'OPA Subsidaire ne pourront porter que sur des quotités de 20 actions Foncière Sépric ou sur tout multiple de cette quotité. Si le nombre d'actions Foncière Sépric qu'un actionnaire de Foncière Sépric souhaite apporter à l'Offre Mixte Principale ou à l'OPA Subsidaire excède cette quotité ou l'un de ses multiples, cet actionnaire devra faire son affaire des rompus éventuels et soit acquérir soit céder des actions Foncière Sépric afin d'apporter un nombre d'actions Foncière Sépric égal à 20 ou à un multiple de 20.

Offre Mixte Principale

A titre principal, Patrimoine et Commerce offre irrévocablement aux actionnaires de Foncière Sépric d'échanger leurs actions Foncière Sépric contre des actions Patrimoine et Commerce selon un rapport de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché) à émettre pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) apportées, auquel s'ajoute un paiement en numéraire de 0,91 euro par action Foncière Sépric apportée (soit 18,20 euros pour 20 actions Foncière Sépric apportées).

Les actions nouvelles susceptibles d'être émises par exercice des Options de Souscription sont visées par l'Offre ; mais celles-ci ne pouvant pas bénéficier du dividende de 0,40 euro mis en paiement le 28 mars 2013, le montant en numéraire versé dans le cadre de l'Offre Publique Mixte sera réduit de 0,40 euro pour chaque action nouvelle apportée.

OPA Subsidaire

A titre subsidiaire, Patrimoine et Commerce offre irrévocablement aux actionnaires de Foncière Sépric d'acquérir leurs actions Foncière Sépric au prix de 12 euros par action Foncière Sépric apportée (coupon 2011/2012 attaché). Le nombre maximal d'actions Foncière Sépric pouvant être apportées à l'OPA Subsidaire est de 462 000 actions Foncière Sépric (le « **Plafond** »).

Les actions nouvelles susceptibles d'être émises par exercice des Options de Souscription sont visées par l'Offre ; mais celles-ci ne pouvant pas bénéficier du dividende de 0,40 euro mis en paiement le 28 mars 2013, le prix de 12 euros versé dans le cadre de l'OPA Subsidaire sera réduit de 0,40 euro pour chaque action nouvelle apportée.

Mécanisme de réduction

L'OPA Subsidaire fera l'objet, le cas échéant d'un mécanisme de réduction afin que le nombre d'actions Foncière Sépric apportées à l'OPA Subsidaire n'excède pas le Plafond.

Au cas où le nombre d'actions présentées à l'OPA Subsidaire serait supérieur au Plafond, le nombre d'actions présentées à l'OPA Subsidaire sera réduit de telle manière que le Plafond soit respecté. La réduction se fera proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'OPA Subsidaire par chaque actionnaire.

Aux fins des stipulations qui précèdent, le nombre d'actions acceptées à l'OPA Subsidaire sera calculé comme suit :

- dans un premier temps, le nombre d'actions présentées par chaque actionnaire sera multiplié par le Plafond et divisé par le total des actions présentées à l'OPA Subsidaire, ce résultat sera arrondi, au nombre entier immédiatement inférieur,
- dans un deuxième temps, le solde d'actions correspondant à la différence entre le Plafond et la somme des nombres d'actions acceptées calculés comme indiqué précédemment sera affecté à raison d'une action par actionnaire selon la règle du plus fort reste jusqu'à épuisement de ce solde.

Les actions présentées à l'OPA Subsidaire qui ne seront pas acceptées à l'OPA Subsidaire en raison de la réduction proportionnelle susvisée seront réputées avoir été apportées à l'Offre Mixte Principale.

Traitement des rompus

Aucune fraction d'action ne pourra être émise par Patrimoine et Commerce. En conséquence, Patrimoine et Commerce ne remettra pas de rompus aux actionnaires ayant été réputés avoir apporté des actions à l'Offre Mixte Principale qui ne seraient pas des multiples de 20, du fait de la réduction visée ci-dessus. Les actionnaires de Foncière Sépric qui seront réputés avoir apporté à l'Offre Mixte Principale un nombre d'actions ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions nouvelles Patrimoine et Commerce seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions nouvelles Patrimoine et Commerce formant rompu décrit ci-après au titre des rompus leur revenant.

Après la clôture de l'Offre un intermédiaire habilité désigné par Patrimoine et Commerce mettra en place un mécanisme de revente des actions Patrimoine et Commerce correspondant au total des fractions d'actions Patrimoine et Commerce formant rompu (arrondi à l'unité supérieure) pour le compte des actionnaires de Foncière Sépric qui seront réputés avoir apporté à l'Offre Mixte Principale un nombre d'actions Foncière Sépric ne leur permettant pas de recevoir un nombre entier d'actions nouvelles Patrimoine et Commerce.

L'intermédiaire habilité ainsi désigné cédera sur le marché les actions Patrimoine et Commerce correspondant au total des fractions d'actions Patrimoine et Commerce formant rompu pour le compte des actionnaires de Foncière Sépric participant à ce mécanisme au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la date de règlement-livraison de l'Offre. En contrepartie de la fraction d'action Patrimoine et Commerce formant rompu, chaque apporteur recevra un montant en numéraire (en euro arrondi au centime d'euro le plus proche étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à 1 centime d'euro) égal à cette fraction d'action Patrimoine et Commerce multipliée par le prix moyen par action Patrimoine et Commerce, résultant de la cession sur le marché de l'ensemble des actions

Patrimoine et Commerce formant rompu net des commissions de courtage ainsi que des autres frais qui seront liés à la revente des actions Patrimoine et Commerce formant rompu.

A titre d'exemple, un actionnaire qui serait réputé avoir apporté 150 actions Foncière Sépric à l'Offre Mixte Principale, en raison du mécanisme de réduction de l'OPA Subsidiaire, aura droit à :

$$150 \times 11/20 \text{ actions Patrimoine et Commerce} + 150 \times 0,91 \text{ €}$$

$$= 82,5 \text{ actions Patrimoine et Commerce} + 136,50 \text{ €}$$

En conséquence il recevra

- le nombre entier immédiatement inférieur soit 82 actions Patrimoine et Commerce, et
- 136,50 €, et
- le produit de la cession de la fraction d'action formant rompu soit 0,5 action Patrimoine et Commerce réalisée comme indiqué ci-dessus.

Ajustement des termes de l'Offre

Les éventuels ajustements des termes de l'offre sont décrits dans le projet de note d'information publié par Patrimoine et Commerce (le « **Projet de Note d'Information** »). En tout état de cause, tout ajustement sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Situation des bénéficiaires d'Options de Souscription

Au cours de l'exercice clos le 30 juin 2009, Foncière Sépric a attribué à deux mandataires sociaux, Messieurs Francis Ferrand et Laurent Detrie, un total de 176 650 Options de Souscription. Le 11 décembre 2012, Messieurs Ferrand et Detrie ont respectivement exercé 30 000 et 56 650 Options de Souscription.

A la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'Options de Souscription est le suivant:

	Nbre d'Options de Souscription (solde)	Nbre d'actions auxquelles donnent droit les Options	Prix d'exercice unitaire (en €)	Date d'échéance des Options
Mr Francis Ferrand	20 000	20 000	6,08 €	6 avril 2014
Mr Laurent Detrie	70 000	70 000	6,08 €	6 avril 2014
Total	90 000	90 000	-	-

Les Options de Souscription sont exerçables à tout moment jusqu'au 6 avril 2014. Elles peuvent être exercées par tranche de 10 000 Options de Souscription et uniquement à condition que leurs bénéficiaires n'aient pas démissionné ou aient été révoqués pour faute grave ou lourde.

Toutefois, les actions nouvelles qui seraient émises en cas d'exercice des Options de Souscription n'auront pas droit au dividende de 0,40 euro par action Foncière Sépric décidé par l'assemblée générale de Foncière Sépric le 12 décembre 2012 au titre de l'exercice 2011/2012 et devant être mis en paiement le 28 mars 2013. Elles seront par conséquent, jusqu'à la date de mise en paiement de ce dividende, admises aux négociations sur une ligne de cotation séparée.

Les actions résultant de l'exercice des Options de Souscription sont visées par l'Offre.

1.3.1 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 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 15 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.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 2.8 du Projet de Note d'Information.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 1.1 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.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Patrimoine et Commerce dans le cadre de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE SEPRIC

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de Foncière Sépric se sont réunis le 21 janvier et le 23 janvier 2013 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'offre publique initiée par Patrimoine et Commerce sur les titres Foncière Sépric.

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

*« Après avoir pris connaissance du projet de note d'information établi par Patrimoine et Commerce (l'« **Initiateur** ») qui doit être déposée par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, établissement présentateur de l'Offre, qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de Patrimoine et Commerce et les éléments d'appréciation des termes de l'Offre établis par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, le conseil d'administration constate que l'Offre est constituée d'une offre publique mixte simplifiée à titre principal, assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire :*

- au titre de l'offre publique mixte simplifiée principale : l'Initiateur offre, à titre principal, aux actionnaires de la Société, d'échanger les actions Foncière Sépric qu'ils détiennent contre des actions Patrimoine et Commerce à émettre selon un rapport de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché) à émettre pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) apportées, auquel s'ajoute un paiement en numéraire de 0,91 euro par action Foncière Sépric apportée (soit 18,20 euros pour 20 actions Foncière Sépric apportées) (l'« **Offre Mixte Principale** ») ;*
- au titre de l'offre publique d'achat simplifiée subsidiaire : l'Initiateur offre, à titre subsidiaire, aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions Foncière Sépric au prix de 12 euros par action Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) apportée (l'« **OPA Subsidiaire** »).*

Le nombre total d'actions Foncière Sépric susceptibles d'être apportées à l'OPA Subsidiaire est limité à 462 000 actions Foncière Sépric, soit 6,06% du capital de Foncière Sépric à la date du projet de note d'information.

Les actions Foncière Sépric présentées à l'OPA Subsidiaire qui ne pourront pas être acceptées en raison d'apports excédant la limite ci-avant seront réputées avoir été apportées à l'Offre Mixte Principale.

Sous réserve de ce qui précède, les actionnaires de Foncière Sépric peuvent apporter leurs actions Foncière Sépric soit à l'Offre Mixte Principale, soit à l'OPA Subsidiaire.

Le conseil d'administration constate que l'Offre vise la totalité des actions Foncière Sépric existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la date du projet de note d'information, un nombre de 2 918 121 actions, en ce compris, la totalité des actions auto-détenues par la Société, soit 5 046 actions, représentant 0,07% du capital de la Société.

*Il est précisé que l'Offre vise également les 90 000 actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 90 000 options de souscription détenues par Messieurs Detrie et Ferrand (les « **Options de Souscription** »). Toutefois, celles-ci ne pouvant pas bénéficier du dividende de 0,40 euro qui sera mis en paiement le 28 mars 2013, le montant en numéraire qui sera versé par action nouvelle Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'Offre Publique Mixte sera réduit de 0,40 euro et le prix de 12 euros qui sera versé par action nouvelle Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'OPA Subsidiaire sera réduit de 0,40 euro.*

L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximal de 3 008 121 actions Foncière Sépric.

Le conseil d'administration prend note que Patrimoine et Commerce a indiqué, dans le projet de note d'information, qu'elle n'avait pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions Foncière Sépric.

Le conseil d'administration prend également note que l'Offre fait suite à l'acquisition par Patrimoine et Commerce de 61,73% du capital de Foncière Sépric dans le cadre d'apports effectués par les deux principaux actionnaires de Foncière Sépric, la famille Vergely d'une part et la famille Robbe de l'autre. Cette opération d'apports avait préalablement été présentée au conseil d'administration de Foncière Sépric, qui l'avait accueillie favorablement.

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration du 12 décembre 2012, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet Ledouble a remis son rapport le 22 janvier 2013 qui conclut :

« A l'issue de nos travaux sur les éléments d'appréciation de l'Offre, nous retenons les points suivants :

En ce qui concerne l'Offre Mixte Principale :

- le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale offre les mêmes conditions que celles obtenues par les actionnaires majoritaires dans le cadre des Apports ;*
- aucun complément de prix n'a été accordé aux actionnaires majoritaires lors des Apports ;*
- ce rapport d'échange offre une prime par rapport au critère de référence de l'ANR ;*
- cette opération permet aux actionnaires de Foncière Sépric de devenir actionnaires d'une société dotée d'un portefeuille d'actifs élargi et engagée dans une stratégie de développement rapide.*

En ce qui concerne l'OPA subsidiaire :

- l'OPA subsidiaire permet aux actionnaires de Foncière Sépric de bénéficier d'une liquidité de leur participation, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors, dans la limite du plafond global de 462.000 actions ;*
- à cette liquidité est associée la présence d'une prime significative sur le cours, induite par le prix d'offre ;*
- le prix d'offre extériorise une décote sur l'ANR inférieure à la décote constatée habituellement sur le titre Foncière Sépric.*

En ce qui concerne les deux branches de l'Offre :

- les actions susceptibles d'être émises par l'exercice des Options de Souscription ne peuvent bénéficier du dividende de 0,40 € mis en paiement le 28 mars 2013 ;*
- en conséquence le montant en numéraire versé dans le cadre de l'Offre Publique Mixte et de l'OPA subsidiaire pour chacune de ces actions sera réduit de 0,40 €.*

En synthèse, en l'absence de toute perspective de retrait obligatoire, nous sommes d'avis que :

- le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché) pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché), complété d'une soulte de 0,91 € pour chaque action Foncière Sépric apportée,
- et le prix proposé de 12 € par action Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) dans le cadre de l'OPA subsidiaire,

sont équitables pour des actionnaires minoritaires apportant leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte. »

Avis motivé :

Au vu du projet de note d'information de Patrimoine et Commerce et du projet de rapport de l'expert indépendant, le conseil d'administration, à l'unanimité, considère que le projet d'Offre de l'Initiateur est dans l'intérêt de Foncière Sépric puisqu'il lui permet de construire rapidement un véhicule sensiblement plus important, Patrimoine et Commerce ayant pour objectif de détenir un patrimoine de 1 milliard d'euros en 2016.

Le conseil d'administration prend note que Patrimoine et Commerce a indiqué, dans le projet de note d'information, qu'elle n'avait pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions Foncière Sépric.

Le conseil d'administration de Foncière Sépric considère que le projet d'Offre de l'Initiateur est également dans l'intérêt des actionnaires de la Société, notamment parce qu'il permet de remédier à la taille trop petite de Foncière Sépric par rapport au marché boursier, qui ne permettait pas d'atteindre une liquidité du titre à un cours proche de l'actif net réévalué.

Le conseil d'administration constate à cet égard (i) que les termes de l'Offre Mixte Principale sont les mêmes que ceux offerts aux deux principaux actionnaires de Foncière Sépric qui ont apporté au total 61,73% du capital de la société et (ii) que l'OPA Subsidiaire permet, dans la limite du plafond de 462 000 actions, aux actionnaires de Foncière Sépric de bénéficier d'une liquidité immédiate en numéraire.

Le conseil d'administration rappelle que Foncière Sépric n'a pas de salariés ; il considère que l'Offre est dans l'intérêt des salariés des filiales de la Société compte tenu de l'intérêt pour la société et ses filiales d'appartenir à un groupe sensiblement plus important.

Dans ces conditions, le conseil d'administration recommande à l'unanimité aux actionnaires de Foncière Sépric d'apporter leurs actions à l'Offre.

Intention de Foncière Sépric relative aux actions auto-détenues :

Le conseil d'administration rappelle que la Société détient à ce jour 5 046 actions, représentant 0,07% du capital de la Société, dans le cadre du contrat de liquidité, qui a été suspendu en raison de l'Offre. Compte tenu de la faible liquidité de l'action Foncière Sépric, de la volonté de Patrimoine et Commerce de ne pas demander le retrait obligatoire ni la radiation de Foncière Sépric de la cote et de la réduction du nombre d'actionnaires qui devrait résulter de l'Offre, le conseil d'administration considère qu'il conviendrait de maintenir un contrat de liquidité et décide par conséquent, à l'unanimité, de ne pas apporter les actions autodétenues à l'Offre.

Divers :

Le conseil d'administration approuve, à l'unanimité, le projet de note en réponse à l'Offre tel qu'il lui a été présenté et donne tous pouvoirs au président-directeur général pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF.

Le conseil d'administration, à l'unanimité, donne tous pouvoirs au président directeur général, avec faculté de subdélégation, à l'effet :

- *de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Foncière Sépric » ;*
- *de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ;*
- *plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer au nom et pour le compte de Foncière Sépric, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'offre ».*

Le conseil d'administration approuve le projet de communiqué de presse qui sera publié dans le cadre du dépôt du projet de note en réponse. »

Il est enfin précisé que :

- Monsieur Philippe Vergely, administrateur, a apporté à Patrimoine et Commerce l'intégralité des actions Foncière Sépric qu'il détenait dans le cadre des apports effectués le 27 décembre 2012, dans les conditions équivalentes à l'Offre Mixte Principale ;
- Monsieur Jean-Pierre Molin, administrateur, a fait part au conseil d'administration de sa décision d'apporter ses actions Foncière Sépric, représentant 2,66% du capital, à l'Offre Mixte Principale¹ ;
- Messieurs Christophe Clamageran, Eric Duval et Dominique Jouaillec ne détiennent pas d'actions Foncière Sépric.

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

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

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT FONCIERE SEPRIC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1 Structure et répartition du capital

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Foncière Sépric s'élève à 45 751 704 euros, divisé en 7 625 284 actions ordinaires de 6 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote

¹ A l'exception de 63631 actions qui seront apportées à l'OPA Subsidaire.

théorique s'établit à 9 388 790 (dont 5 046 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Foncière Sépric, selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de Foncière Sépric était réparti comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
PATRIMOINE ET COMMERCE	4 707 163	61,73%	4 707 163	50,14%
STE SAUSALITO	590 280	7,74%	590 280	6,29%
Mr BOCCARA PHILIPPE	257 024	3,37%	514 048	5,48%
MR MOLIN JEAN-PIERRE	203 086	2,66%	397 497	4,23%
MR SIMON GABRIEL	186 955	2,45%	373 910	3,98%
SAS FINANCIERE TEYCHENE	166 667	2,19%	333 334	3,55%
SC HANSEMAN	133 890	1,76%	261 352	2,78%
Mr MITAJAVILE REGIS	122 000	1,60%	244 000	2,60%
Autodétention	5 046	0,07%	5 046	0,05%
Autres actionnaire public	1 253 173	16,43%	1 962 160	20,90%
Total	7 625 284	100,000%	9 388 790	100,000%

4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

4.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Obligation de mise au nominatif

L'article 11.2(b) des statuts de Foncière Sépric prévoit que tout actionnaire autre qu'une personne physique venant à détenir directement ou indirectement un pourcentage des droits à dividendes au moins égal à celui visé à l'article 208 C II ter du Code général des impôts (c'est-à-dire 10%) (un « **Actionnaire Concerné** ») doit, dans un délai maximal de 5 jours de bourse, inscrire l'intégralité de ses actions (détenues directement ou indirectement) au nominatif. Cet actionnaire doit par ailleurs, dans les 5 jours de bourse à compter du franchissement de ce seuil, envoyer par LRAR à la société copie de la demande de mise au nominatif.

A défaut d'avoir demandé la mise au nominatif des actions qu'il détient, l'Actionnaire Concerné se verrait privé du droit de participer aux assemblées générales de Foncière Sépric et plus généralement d'exercer les droits de vote attachés aux actions devant être mises au nominatif.

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Foncière Sépric a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuil (article 12 des statuts de Foncière Sépric), 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, ou tout multiple de ce pourcentage, 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 quinze jours à compter de la date du franchissement de seuil. Cette obligation cesse au-delà d'une participation de 50% du capital.

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 Foncière Sépric, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2% du capital.

Par ailleurs, tout Actionnaire Concerné venant à détenir au moins 10% des droits à dividendes de Foncière Sépric doit indiquer dans sa déclaration d'atteinte ou de franchissement du dit seuil s'il est ou non Actionnaire à Prélèvement (tel que ce terme est défini ci-dessous) et justifier le cas échéant qu'il ne l'est pas. Tout Actionnaire Concerné ayant notifié l'atteinte ou le franchissement à la hausse du seuil de 10% des droits à dividendes doit notifier à Foncière Sépric, au plus tard 10 jours de bourse avant la mise en paiement des distributions, tout changement de son statut fiscal qui lui ferait acquérir ou perdre la qualité d'Actionnaire à Prélèvement.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions visées ci-dessus, les actions qui constituent l'excédent de la participation seront privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification, si le défaut a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2% du capital en font la demande dans les conditions prévues par la loi, à moins que la privation des droits de vote ne soit déjà intervenue sur le fondement du non-respect de l'obligation de mise au nominatif, décrite ci-dessus.

Un Actionnaire à Prélèvement est un Actionnaire Concerné dont la situation propre ou celle de ses associés rend Foncière Sépric redevables du prélèvement visé à l'article 208 C II ter du Code général des impôts (le « **Prélèvement** »). Tout Actionnaire Concerné est présumé être un Actionnaire à Prélèvement. S'il déclare ne pas être un Actionnaire à Prélèvement, il devra en justifier à Foncière Sépric en fournissant, au plus tard 15 jours ouvrés avant la mise en paiement des distributions, un avis juridique satisfaisant et sans réserve, émanant d'un cabinet d'avocats de réputation internationale et ayant une compétence reconnue en matière de droit fiscal français, attestant qu'il n'est pas un Actionnaire à Prélèvement et que les distributions mises en paiement à son bénéfice ne rendent pas Foncière Sépric redevable du Prélèvement.

4.2.2 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 Foncière Sépric (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Foncière Sépric et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Foncière Sépric en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

A la connaissance de Foncière Sépric, à la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Foncière Sépric est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 4.1 ci-dessus.

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

Néant.

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

Néant.

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

A la connaissance de Foncière Sépric, à la date du présent projet de note 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.

4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Foncière Sépric

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

Foncière Sépric 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 stipulations de l'article 14 des statuts de Foncière Sépric, le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 79 ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonction.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de 6 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.

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.

Patrimoine et Commerce dispose, depuis le 27 décembre 2012, de trois représentants au conseil d'administration de Foncière Sépric, ce qui lui confère la majorité des sièges.

4.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de Foncière Sépric dans toutes leurs stipulations, 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.

4.8 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	AGO ou AGE	Durée de l'autorisation	Montant nominal autorisé	Utilisations
Délégation de compétence à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de Foncière Sépric, avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public ou par offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (placement privé)*	23/11/2011	26 mois	30 000 000 €, avec un plafond égal à 20% de capital par an en cas d'offre par placement privé	Néant
Autorisation à l'effet d'attribuer des options de souscription ou d'achat d'actions	23/11/2011	38 mois	5% du capital social avant conversion	Néant
Autorisation de procéder à l'achat et à la vente d'actions de Foncière Sépric	12/12/2012	18 mois	Le montant cumulé des acquisitions ne peut pas dépasser 15 millions d'euros	Néant**

* Avec faculté d'augmenter le nombre d'actions ordinaires ou autres valeurs mobilières émises à l'occasion d'émission réalisées en vertu de cette délégation de compétence dans les conditions prévues à l'article L.225-135-1 du Code de commerce.

** Le contrat de liquidité conclu par Foncière Sépric le 24 décembre 2008 avec Invest Securities a été suspendu le 2 janvier 2013.

4.9 Accords conclus par Foncière Sépric qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Foncière Sépric

Le contrat de délégation de gestion conclu avec Pentagone Holding le 22 octobre 2008 a été résilié le 29 novembre 2012.

4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de Foncière Sépric, s'ils démissionnent ou sont licenciés cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Néant.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I. 1° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble a été désigné le 12 décembre 2012 par le conseil d'administration de Foncière Sépric 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.

6. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Christophe Clamageran, Président Directeur Général

Annexe 1

Rapport de l'expert indépendant

FONCIERE SEPRIC

Offre Publique Mixte Simplifiée à titre principal

assortie d'une

Offre Publique d'Achat simplifiée à titre subsidiaire,

initiée par Patrimoine & Commerce

--

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective d'une offre publique mixte simplifiée à titre principal assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire (**l' « Offre » ou « l'Opération »**) initiée par Patrimoine & Commerce (**« l'Initiateur »**) sur les actions Foncière Sépric (**la « Société » ou la « Cible »**), Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de la Société du 12 décembre 2012, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires apportant à :

- l'offre publique mixte simplifiée à titre principal (**l' « Offre Mixte Principale »**), du rapport d'échange proposé de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché²) pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché³), complété d'une soulte de 0,91 € pour chaque action Foncière Sépric apportée ;
- l'offre publique d'achat simplifiée subsidiaire (**l' « OPA subsidiaire »**), au prix de 12 € par action Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) ; le nombre total d'actions Foncière Sépric susceptibles d'être apportées au titre de l'OPA subsidiaire est limité à 462.000 actions.

Les actionnaires de Foncière Sépric peuvent apporter leurs actions indépendamment à l'Offre Mixte Principale ou à l'OPA subsidiaire.

La présente opération s'inscrit dans le prolongement des apports⁴ réalisés en date du 27 décembre 2012 par les actionnaires historiques de la Société, de 4.707.163⁵ actions Foncière Sépric représentatives de 61,73%⁶ du capital (**les « Apports »**) et résulte de l'application des dispositions des articles 234-2⁷ et 233-1⁸ du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I⁹ du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

² Le détachement du dividende versé le cas échéant aux actionnaires de Patrimoine et Commerce au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2012 est prévu après le règlement-livraison de l'Offre (courant mars 2013).

³ Le détachement du dividende de 0,40 € par action Foncière Sépric décidé par l'assemblée générale du 12 décembre 2012 au titre de l'exercice clos le 30 juin 2012 est prévu le 28 mars 2013 soit après le règlement-livraison de l'Offre (courant mars 2013).

⁴ Traités d'apport signés en date du 27 novembre 2012.

⁵ 2.930.815 actions apportées par la famille Vergely et 1.776.348 actions apportées par la famille Robbe.

⁶ 4.707.163 actions apportées / 7.625.284 actions Foncière Sépric à la date la plus récente.

⁷ « Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative [...] de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote [...] ».

⁸ « L'emploi de la procédure simplifiée d'offre peut intervenir dans les cas suivants : [...] 2° Une offre émise par un actionnaire venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, après acquisition la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée [...] ».

⁹ « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants : 1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ; [...] ».

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I 1^o¹⁰ du Règlement Général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA est indépendant de Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric, des entités les contrôlant au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « **CACIB** »), établissement présentateur de l'Offre et de Cushman & Wakefield Expertise, expert en charge de l'évaluation du patrimoine immobilier de Patrimoine et Commerce et de Foncière Sépric dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric ni leurs actionnaires respectifs, et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés¹¹,
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹² ;
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble SA ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur¹³.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

¹⁰ « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité. »

¹¹ A titre d'information, Dominique Ledouble est Président, à titre bénévole, de la société civile propriétaire du terrain d'un club de golf géré par NGF, filiale du groupe Financière Duval.

¹² Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et collaborateurs de Ledouble SA ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹³ Au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.

Diligences effectuées

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 n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006¹⁴. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention, en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de Patrimoine et Commerce et de Foncière Sépric ainsi qu'en une appréciation du rapport d'échange proposé et une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation. Ces diligences ont impliqué notamment :

- l'analyse de l'organisation juridique de l'Offre sur la base d'entretiens avec les représentants de la Société, de l'Initiateur et de l'établissement présentateur, ainsi que du projet de note d'information destinée à l'AMF élaborée par Patrimoine et Commerce ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3**,
- la prise de connaissance des opérations d'apports réalisées en date du 27 décembre 2012 par les actionnaires majoritaires de la Société et des rapports des commissaires aux apports établis en date du 30 novembre 2012 ;
- l'examen des rapports annuels et documents de référence de la Société et de l'Initiateur ainsi que de l'information réglementée accessible sur leurs sites Internet ;
- le recensement des faits marquants survenus au cours des deux derniers exercices de la Société et de l'Initiateur ainsi que depuis le 30 juin 2012, date d'arrêté des derniers comptes annuels de Foncière Sépric et semestriels de Patrimoine et Commerce ;
- la prise de connaissance du compte de résultat prévisionnel de la Cible et de l'Initiateur ;
- l'exploitation des informations qui ont par ailleurs été mises à notre disposition et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer la Cible et l'Initiateur ;

¹⁴ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par CACIB ;
- un entretien avec les représentants de Cushman & Wakefield Expertise, cabinet d'expertise immobilière ayant concouru à la valorisation des patrimoines de la Cible et de l'Initiateur au 30 juin 2012 ; l'évaluation des portefeuilles au 31 décembre 2012 est en cours de finalisation à la date de notre rapport.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Cible et des représentants de l'Initiateur, notamment sur le processus des Apports ayant abouti au projet de l'Offre, ainsi que sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale et du prix offert dans le cadre de l'OPA subsidiaire et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix qui pourrait ne pas bénéficier aux actionnaires minoritaires, notamment conclu lors de l'opération préalable d'Apports.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations que les parties nous ont communiquées dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier l'estimation de résultat de la Cible et de l'Initiateur au 31 décembre 2012.

Les parties concernées nous ont confirmé que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible destinées à l'AMF reflète l'intégralité des engagements pris à l'égard de tous les actionnaires au titre de l'Offre.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Offre (§ 1),
- l'activité et l'environnement de Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric (§ 2),
- notre évaluation multicritères des actions Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric (§ 3),
- et nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 4).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Foncière Sépic visés par l'Offre (§ 5).

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€)/devises, milliers d'euros/devises (k), millions d'euros/devises (M) ou milliards d'euros/devises (Md).

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 L'Initiateur

1.1.1.1 Structure du capital social

Patrimoine et Commerce est une société en commandite par actions au capital de 142.483.171,50 €¹⁵, sise 7-9 rue Nationale à Boulogne Billancourt (92100), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre (sous le numéro RCS 395 062 540) dont Duval Gestion SARL (« Duval Gestion »), est l'associé commandité unique.

Les actions composant le capital de Patrimoine et Commerce, au nombre de 8.259.894, sont cotées sur Euronext (compartiment C) de NYSE Euronext (code ISIN FR0011027135 – mnémonique : PAT). Les titres de la Société ne sont cotés sur aucun autre marché.

Le capital et les droits de vote théoriques (DV) se répartissaient comme suit au 31 décembre 2012¹⁶, après l'augmentation de capital rémunérant les Apports.

Patrimoine et commerce				
Structure du capital	Actions	% capital	DV théoriques	% DV
Groupe Duval	2 916 589	35,3%	4 276 524	39,5%
Banque Populaire	1 123 423	13,6%	2 222 927	20,5%
Suravenir	526 316	6,4%	526 316	4,9%
Autres actionnaires et public	1 095 036	13,3%	1 204 779	11,1%
Actionnaires avant Apports	5 661 364	68,5%	8 230 546	76,0%
Famille Vergely	1 611 946	19,5%	1 611 946	14,9%
Famille Robbe	976 990	11,8%	976 990	9,0%
Nouveaux entrants	2 588 936	31,3%	2 588 936	23,9%
Autodétention	9 594	0,1%	9 594	0,1%
Total	8 259 894	100%	10 829 076	100%

¹⁵ 8.259.894 actions d'une valeur nominale de 17,25 €.

¹⁶ Dernière répartition dont nous ayons eu connaissance.

1.1.1.2 Instruments dilutifs

Dans le cadre de l'autorisation donnée à la gérance par l'assemblée générale des actionnaires du 6 juin 2012 à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions, le conseil de surveillance, réuni le 6 juin 2012, a, sur recommandation du Comité des rémunérations, approuvé le principe de l'attribution gratuite d'une première enveloppe globale de l'ordre de 100.000 actions, pouvant atteindre 120.000 actions en fonction de l'atteinte de critères fixés.

La gérance a soumis le projet de règlement du plan d'attribution d'actions gratuites au Conseil de surveillance du 14 novembre 2012 qui a statué sur recommandation du Comité des rémunérations du 23 octobre 2012. Le règlement du plan d'attribution d'actions gratuites a été adopté le 30 novembre 2012.

Le nombre d'actions attribuables gratuitement est soumis à la pleine réalisation de critères qualitatifs et est proportionnel au niveau d'atteinte d'objectifs quantitatifs en termes de résultat¹⁷ et de niveau de *cash-flow* net (résultat avant impôt)¹⁸ au 31 décembre 2012.

L'attribution des actions aux bénéficiaires ne sera définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition de deux ans, calculée à compter du 30 novembre 2012.

Il n'existe pas d'autres instruments dilutifs en circulation.

1.1.1.3 Dispositions statutaires spécifiques

Les statuts de Patrimoine et Commerce mis à jour le 21 décembre 2012 prévoient notamment les dispositions suivantes :

- les droits sociaux attribués à Duval Gestion, en tant qu'associé commandité, sont représentés par des titres non négociables et les 100 parts détenues par Duval Gestion, initialement souscrites à 10 €, lui donnent droit à un dividende précipitaire équivalent à 1,75% du dividende annuel mis en distribution ;
- la gérance a droit à une rémunération composée d'une partie fixe et d'une partie variable ; cette dernière est assise sur le niveau de progression de la performance opérationnelle de la société et sur la valeur des investissements et cessions réalisés ;
- l'attribution d'un droit de vote double pour toute action inscrite nominativement au nom d'un même actionnaire depuis 2 ans ;
- les statuts prévoient également, dans le cas où M. Eric Duval viendrait, sauf en cas de décès, à ne plus être associé de Duval Gestion, associé commandité ou en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaire à l'encontre de la société associée commandité, que les actionnaires pourront décider, dans un délai de trois mois à compter de la survenance de l'un des événements visés ci-dessus, à la majorité requise en assemblée générale extraordinaire, de mettre fin au

¹⁷ 6.430 k€.

¹⁸ 9.026 k€.

statut de Société en commandite par actions, l'associé commandité ne pouvant s'opposer à une telle transformation.

1.1.2 La Cible

1.1.2.1 Structure du capital social

Foncière Sepric, dont les titres sont visés par la présente opération, est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 45.751.704 €¹⁹, sise 116, rue de Silly à Boulogne Billancourt (92100) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre (sous le numéro RCS 399 578 087) et représentée par M. Christophe Clamageran²⁰, également gérant de Patrimoine et Commerce.

Les actions composant le capital de Foncière Sépric, au nombre de 7.625.284, sont cotées sur Euronext (compartiment C) de NYSE Euronext (code ISIN FR0004031292 – mnémonique : SPRIC) depuis le 23 décembre 2008, date de son introduction en bourse au cours de 6 €. Les titres de la Société ne sont cotés sur aucun autre marché.

Le capital et les droits de vote théoriques se répartissaient comme suit à la date des présentes, soit après la réalisation des Apports :

Foncière Sepric				
Structure du capital	Actions	% capital	DV théoriques	% DV
Patrimoine et Commerce	4 707 163	61,7%	4 707 163	50,1%
Sté Sausalito	590 280	7,7%	590 280	6,3%
M. Boccara Philippe	257 024	3,4%	514 048	5,5%
M. Molin Jean-Pierre	203 086	2,7%	397 497	4,2%
M. Simon Gabriel	186 955	2,5%	373 910	4,0%
SAS Financière Teychene	166 667	2,2%	333 334	3,6%
SC Hanseman	133 890	1,8%	261 352	2,8%
M. Mitjavile Régis	122 000	1,6%	244 000	2,6%
Autodétention	5 046	0,1%	5 046	0,1%
Autres actionnaires et public	1 253 173	16,4%	1 962 494	20,9%
Total	7 625 284	100%	9 389 124	100%

1.1.2.2 Instruments dilutifs

Au cours de l'exercice clos le 30 juin 2009, la Société a attribué 176.650 options de souscription d'actions (les « **Options de Souscription** ») à M. Francis Ferrand et M. Laurent Detrie, donnant droit potentiellement à 176.650 actions, pour un prix d'exercice de 6,08 €.

¹⁹ 7.625.284 actions d'une valeur nominale de 6 €.

²⁰ Le Conseil d'administration de Foncière Sépric s'est réuni le 10 janvier 2013 pour acter la démission de M. Philippe Vergely en sa qualité de Président Directeur Général et la nomination de M. Christophe Clamageran en remplacement.

En date du 11 décembre 2012, l'exercice de 86.650 options a conduit à l'émission de 86.650 actions nouvelles portant jouissance au premier jour de l'exercice en cours, soit le 1^{er} juillet 2012, et donnant droit à la totalité des distributions décidées postérieurement à leur émission.²¹

Les 90.000 options de souscription d'actions du capital restantes sont actuellement dans la monnaie²².

Foncière Sépric					
	Options accordées	Options exercées	Actions potentielles	Prix d'exercice	Échéance
M. Francis Ferrand	50 000	(30 000)	20 000	6,08	6-avr.-14
M. Laurent Detrie	126 650	(56 650)	70 000	6,08	6-avr.-14
Total	176 650	(86 650)	90 000		

Les 90.000 actions susceptibles d'être émises suite à l'exercice de ces options, également visées par l'Offre, n'auraient pas droit au dividende Foncière Sépric de 0,40 € au titre de l'exercice clos le 30 juin 2012, l'assemblée générale du 12 décembre 2012 ayant décidé sa mise en distribution.

Par conséquent, le montant en numéraire versé par action Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'Offre Publique Mixte serait réduit de 0,40 € et le prix de 12 € versé par action Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'OPA Subsidaire serait réduit de 0,40 €.

1.1.2.3 *Dispositions statutaires spécifiques*

Les derniers statuts de Foncière Sépric dont nous avons eu connaissance, datés du 27 décembre 2011, prévoient notamment l'attribution d'un droit de vote double pour toute action inscrite nominativement au nom d'un même actionnaire depuis 2 ans.

1.1.3 *Titres visés par l'Offre*

L'Offre portera sur la fraction du capital de Foncière Sépric non détenue par Patrimoine et Commerce, en ce comprises les 5.046 actions d'auto-détention, soit **2.918.121 actions**.

Par ailleurs, sont également visées par l'Offre les **90.000 actions** qui seraient émises en cas d'exercice des 90.000 options restantes, celles-ci n'ayant pas droit au dividende Foncière Sépric de 0,40 € au titre de l'exercice clos le 30 juin 2012.

L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximal de **3.008.121 actions** Foncière Sépric.

Le nombre total d'actions sur une base diluée utilisé dans le cadre de nos travaux de valorisation de l'action Foncière Sépric, tel que présenté dans ce rapport, intègre la dilution liée aux options de souscription d'actions.

²¹ Conformément aux décisions du Conseil d'administration du 7 avril 2009.

²² Cours au 18 janvier 2013 : **8,04 €**.

1.2 Intentions de l'Initiateur

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions de la Cible et ne souhaite pas non plus les radier du marché Euronext Paris.

1.3 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

Il nous a été confirmé qu'aucun accord spécifique n'avait été conclu entre les parties dans le cadre de l'Opération.

1.4 Principales opérations attachées aux Apports

L'Opération étant réalisée consécutivement aux Apports et, en ce qui concerne l'Offre Mixte Principale, sur le même rapport d'échange, nous avons souhaité présenter succinctement les modalités de réalisation de ces apports préalables et les opérations préalables et concomitantes en résultant.

1.4.1 Apports des actionnaires majoritaires

Au 27 décembre 2012, date de réalisation des apports, les familles Vergely et Robbe ont apporté un nombre total de 4.707.163 actions Foncière Sépric valorisés à **57.474.460 €** soit 12,21 € par action (coupon 2011/2012 attaché), représentatifs de l'actif net réévalué au 30 juin 2012 calculé sur une base diluée.

Ces apports ont été rémunérés par :

- l'attribution de 2.588.936²³ actions nouvelles de Patrimoine et Commerce valorisées à **53.190.942 €** soit une valeur implicite de 20,55²⁴ € par action ;
- le versement d'une soulte de 0,91 € par action Foncière Sépric apportée, soit un total de **4.283.518 €**.

Les valeurs réelles des sociétés Foncière Sépric et Patrimoine et Commerce utilisées dans le cadre de la parité d'échange retenue pour rémunérer les Apports ont été calculées comme suit :

²³ Sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Patrimoine et Commerce pour 20 actions Foncière Sépric apportées.

²⁴ L'actif net réévalué de l'Initiateur au 30 juin 2012 s'élève à 22,45 €.

Valeur réelle retenue dans le cadre des Apports		
M€	Patrimoine et Commerce	Foncière Sépric
Capitaux propres part du Groupe	128,1	93,0
Augmentation de capital	1,3	
Exercice des options de souscription d'actions		1,1
Equity ajusté	129,3	94,1
Nombre d'actions	5 582 649	7 538 634
Autocontrôle	(9 594)	(7 638)
Augmentation de capital	88 309	
Options de souscription d'actions		176 650
Actions gratuites	100 000	
Actions base diluée	5 761 364	7 707 646
ANR hors droits par action (€)	22,45	12,21

1.4.2 Opérations préalables aux apports

Préalablement à la réalisation des Apports, le périmètre d'activité de la Foncière Sépric a été réorganisé sur le second semestre 2012, Foncière Sépric ayant fait l'acquisition d'une activité de promotion immobilière auprès de ses actionnaires ; cette acquisition a été financée pour partie par la cession de ses actifs suisses.

1.4.2.1 Acquisition du pôle promotion « France »

En date du 12 décembre 2012²⁵, Foncière Sépric, via sa filiale Orion Investissement détenue à 100%, a acquis auprès de Pentagone Holding (« Pentagone ») et B.M.R. Holding (« B.M.R. »), structures familiales respectives des familles Vergely et Robbe, l'intégralité du capital²⁶ de Groupe Sepric SAS (« Groupe Sépric »).

Ce groupe assure l'ensemble des activités de développement, de commercialisation et de gestion rattachées à la promotion immobilière, les fonctions de direction générale étant quant à elles exercées par Pentagone et B.M.R.

Les titres de Groupe Sépric ont été cédés à 1 euro symbolique à Foncière Sépric, au regard d'un rapport d'évaluation réalisé en novembre 2012 par un expert.

L'impact de l'intégration du Groupe Sepric a été considéré comme non significatif²⁷.

²⁵ Convention de cession d'actions et de comptes courants de Pentagone et BMR à Orion Investissement ; acte de cession de créance de Pentagone à Orion Investissement et acte de cession de créance de B.M.R. à Orion Investissement.

²⁶ 10.000 actions réparties entre Pentagone et B.M.R. à hauteur de 5.000 actions chacun.

²⁷ « Les informations pro forma [...] ne tiennent pas compte de l'intégration de Groupe Sépric SAS dans Foncière Sépric, du fait de l'impact non significatif de celle-ci sur l'opération globale », p.5 du document de référence Patrimoine et Commerce du 5 décembre 2012 au titre de l'émission des 2.588.936 actions émises en rémunération de l'apport par les actionnaires de Foncière Sépric de 4.707.163 actions.

Au titre de cette opération, Pentagone et B.M.R ont notamment accepté de céder leur créance respective détenue via un compte courant sur Groupe Sepric pour un montant inférieur à leur valeur nominale, abandonnant ainsi une partie de leur créance²⁸.

La convention de cession d'actions et de comptes courants du 12 décembre 2012 prévoit l'éventualité d'un complément de prix pour Pentagone et B.M R. de 500.000 € chacun, soit un montant total de **1.000.000 €**. L'exigibilité de cette somme est soumise à la réalisation d'au moins 32.000 m² SHON²⁹ de bâtiments au plus tard le 31 décembre 2015, dans le respect des bilans prévisionnels d'opération. Cette somme serait payable avant **le 15 janvier 2016**.

En raison de l'échéance lointaine de la condition de réalisation et en l'absence d'éléments actuels sur le degré de probabilité d'atteinte de cet objectif, nous avons considéré par prudence que ce complément de prix était peu probable.

1.4.2.2 Cession des actifs suisses

En date du 19 décembre 2012³⁰, Foncière Sépric, via sa filiale Orion Investissement détenue à 100%, a cédé à Pentagone et B.M.R ses participations dans Sepric Investissements (85%) et Sepric Immobilier Bulle (65%), filiales en charge de la gestion des actifs suisses.

La participation de Foncière Sépric dans ses filiales suisses, évaluée sur la base d'un rapport d'expert indépendant réalisé en novembre 2012, à **1,9 M€** et les comptes courants de **3,7 M€** qu'elle détenait sur ces mêmes filiales ont été cédés pour un montant total de **5,6 M€** à la société Financière Européenne des Retail Parks (ou « Financière EUREPA »). Cette somme a été compensée par une créance du même montant que Financière EUREPA détenait sur Foncière Sépric.

L'impact avant impôt de cette opération sur l'ANR est estimé à **1,8 M€** ; la contribution de l'activité Suisse au 30 juin 2012 s'élève à **(0,1) M€** en raison d'un fort endettement :

Foncière Sépric			
Structure financière	France	Suisse	30-juin-12
M€			
Juste valeur des immeubles	146,2	74,2	220,4
Endettement net	(55,1)	(65,4)	(120,5)
Autres actifs / passifs	2,0	(8,9)	(6,9)
Minoritaires	-	-	-
Actif net - part du Groupe	93,1	(0,1)	93,0
<i>Loan-to-value</i>	<i>38%</i>	<i>88%</i>	<i>55%</i>

²⁸ Abandon de 4,5 M€ sur une créance totale de 11,6 M€.

²⁹ Surface Hors Œuvre Nette.

³⁰ Protocole de cession des actions et comptes courants des sociétés Sépric Investissement et Sépric Immobilier Bulle entre Orion Investissement SARL et Financière EUREPA SARL.

1.4.2.3 Résiliation du contrat de délégation de gestion

L'intégration de Groupe Sépric par la Foncière Sépric a conduit à des modifications des relations contractuelles existantes. Suite à la réalisation définitive des apports, le contrat de délégation de gestion qui avait été confié à Pentagone en date du 22 octobre 2008 a été résilié au 31 décembre 2012.

Conformément aux stipulations de ce contrat et dans le cadre d'un protocole d'accord conclu le 29 novembre 2012, Pentagone a perçu une indemnité représentative de deux ans d'honoraires hors-taxes augmentés de la TVA en vigueur, soit un total de **1.300.000 € HT** payable au plus tard le **5 janvier 2013**.

Cet élément a été pris en compte dans le résultat prévisionnel de la Cible au 31 décembre 2012.

1.4.2.4 Signature d'un contrat annuel d'assistance

A la suite de l'acquisition par Foncière Sépric de la société Groupe Sépric, cette dernière a conclu le 29 novembre 2012, avec chacune des sociétés Pentagone et B.M.R, un contrat de prestations de services pour une durée d'un an à partir du 1^{er} janvier 2013 rémunéré respectivement trimestriellement 225.000 € HT et 150.000 € HT, soit un montant annuel global de **1.500.000 € HT**.

Au titre de ces contrats :

- Pentagone assurera une fonction de conseil à la nouvelle Direction Générale de Foncière Sépric et d'assistance dans le cadre de l'intégration opérationnelle³¹ du Groupe Sépric dans Foncière Sépric et de Foncière Sépric dans Patrimoine et Commerce, et des relations avec les établissements financiers habituels du Groupe Sépric, notamment sur le financement des opérations de promotion ;
- B.M.R. assurera une mission de conseil et d'assistance dans le cadre du montage des dossiers auprès des administrations, de la conception, de la réalisation et du suivi commercial des programmes en cours.

³¹ Services financier, comptable, juridique, administratif et social et transfert du système informatique.

1.4.3 Principales dispositions concomitantes à la réalisation des apports

1.4.3.1 Modification des organes de gouvernance et de direction de Foncière Sépric

Au cours du Conseil d'administration de Foncière Sépric réuni en date du 10 janvier 2013, Messieurs Eric Duval, Dominique Jouaillec et Christophe Clamageran, respectivement gérants de Patrimoine et Commerce, ont été nommés en qualité d'administrateurs de Foncière Sépric avec effet à compter de la date de réalisation des apports, soit le 27 décembre 2012.

Titulaires de la majorité des voix, les nouveaux administrateurs ont ainsi désigné à cette même date M. Christophe Clamageran en qualité de Président Directeur Général de Foncière Sépric en remplacement de M. Philippe Vergely.

1.4.3.2 Modification des organes de gouvernance et de direction de Patrimoine et Commerce

Au cours de l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2012 de Patrimoine et Commerce, portant notamment sur l'approbation des Apports, M. Philippe Vergely³², M. Bernard Robbe et M. Philippe Graff³³, ont été nommés en qualité de membres du Conseil de surveillance de Patrimoine et Commerce jusqu'au terme de l'assemblée générale appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2012.

1.4.3.3 Rémunération exceptionnelle de la gérance Patrimoine et Commerce

Au cours de l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2012, la gérance de Patrimoine et Commerce s'est vue accorder une rémunération d'un montant global égal à 0,66% de la valeur du patrimoine immobilier de Foncière Sépric dont les titres ont été apportés, nette de la valeur de cession des actifs suisses.

Le management nous a indiqué que le montant de **1 M€** définitivement accordé à la gérance au titre de cette rémunération exceptionnelle serait imputé sur la prime d'apport, impactant ainsi l'ANR de l'Initiateur au 31 décembre 2012.

Nous n'avons pas été informés d'autres éléments financiers ou d'autres dispositions particulières accordés, notamment aux familles Vergely et Robbe dans le cadre de leurs apports.

³² A cette date, Président Directeur Général et administrateur de Foncière Sépric.

³³ A cette date, administrateurs de Foncière Sépric.

2 PRESENTATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION

2.1 Patrimoine et Commerce

2.1.1 Principales caractéristiques de l'Initiateur

Patrimoine et Commerce est une société foncière spécialisée dans l'immobilier commercial disposant d'un portefeuille d'actifs essentiellement constitué de surfaces récentes, situées dans des villes moyennes françaises en cœur de ville et en périphérie urbaine.

Au 30 juin 2012, le patrimoine immobilier (y compris actifs destinés à être cédés) est valorisé pour un total de **315,2 M€** hors droits et se compose :

- d'actifs de Commerces³⁴ pour **265,3 M€** (84%) ;
- d'actifs de Bureaux³⁵ pour **26,1 M€** (8%) ;
- d'actifs destinés à être cédés pour **23,8 M€**³⁶ (8%) ;

Parmi ce patrimoine :

- le portefeuille immobilier en exploitation représente **231,6 M€** (73%) ;
- les actifs commerciaux³⁷ en construction, au nombre de 5, sont valorisés à **83,7 M€** (27%).

Patrimoine et Commerce et une partie de ses filiales ont opté pour le régime SIIC au 1^{er} juillet 2011. Le périmètre SIIC comprend 18 actifs, représentant 75% de la valeur du portefeuille.

Préalablement à une décision de l'assemblée générale du 14 décembre 2011, la société clôturait ses comptes au 30 juin de chaque année. Depuis cette date, l'exercice social est clos au 31 décembre et à ce titre, l'exercice social débuté le 1^{er} juillet 2011 et qui devait se terminer le 30 juin 2012 s'est achevé le 31 décembre 2011.

Les comptes relatifs à l'exercice de 6 mois clos le 31 décembre 2011 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes et les comptes semestriels consolidés condensés au 30 juin 2012 ont été considérés par ces derniers, aux termes d'une revue limitée, comme conformes à la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

2.1.2 Structure financière

Les principaux agrégats de la structure financière de Patrimoine et Commerce sont présentés ci-après :

³⁴ Parc d'activités commerciales, centres commerciaux, pieds d'immeubles.

³⁵ Bureaux et industriels.

³⁶ Partie équipement public du Palais des Congrès d'Antibes et immeubles de Bordinvest et Poitiers Invest Bureaux valorisés respectivement à 15,9 M€ et 7,9 M€.

³⁷ Antibes, Cherbourg, Istres 3, Puymaret et Sainte-Eulalie.

Patrimoine et Commerce			
Bilan	30-juin-12	31-déc.-11	30-juin-11
M€	6m	6 m	12 m
Juste valeur des immeubles	291,4	286,9	210,4
Actifs destinés à la vente	23,8	12,7	8,4
Portefeuille immobilier	315,2	299,6	218,8
Endettement net	(150,5)	(140,5)	(64,9)
Ecarts d'acquisition	1,0	1,3	6,7
Impôts différés	(17,9)	(17,7)	(33,0)
Autres	(9,8)	(6,5)	(1,8)
Minoritaires	(10,0)	(10,6)	(10,3)
Part du Groupe	128,0	125,6	115,5
<i>Loan-to-value</i>	<i>48%</i>	<i>47%</i>	<i>30%</i>

En 2009, Patrimoine et Commerce, jusqu'alors pure holding, s'est réorientée vers une activité de foncière via l'apport d'un portefeuille immobilier composé de 29 actifs d'une valeur totale de 164,6 M€. Cette opération a conduit à la comptabilisation :

- d'impôts différés passifs au taux de 33 1/3 % sur la différence entre la valeur fiscale et la juste valeur des immeubles ;
- d'un écart d'acquisition de 6,7 M€ au titre du différentiel d'impôt entre le taux retenu pour le calcul des impôts différés passifs (33 1/3%) et le taux d'*exit tax* appliqué pour la valorisation des apports (19%).

En 2011, suite au choix du régime SIIC, l'écart d'acquisition relatif aux sociétés ayant opté pour ce régime a été déprécié à hauteur de (5,7) M€.

Au 30 juin 2012, l'*exit tax* restant à payer à la suite du passage au régime SIIC pour une partie de ces actifs s'élève à **(4,4) M€**.

A cette même date, la société supporte un endettement financier brut de **(182,5) M€** composé de dettes à taux fixe pour **(77,6) M€** et de dettes à taux variable pour **(104,9) M€** dont **(48,9) M€** sont couvertes.

2.1.3 Activité

Patrimoine et Commerce			
Compte de résultat	30-juin-12	31-déc.-11	30-juin-11
M€	6m	6m	12 m
Revenus nets	8,9	7,3	13,0
Résultat opérationnel courant	7,5	6,0	11,3
Résultat opérationnel	6,7	9,7	13,2
% RESOP	75%	133%	102%
Financier	(2,1)	(2,4)	(2,4)
Impôt	(0,5)	7,6	(3,2)
Résultat net	4,1	14,9	7,7
dont part du Groupe	4,0	12,5	6,5
dont minoritaires	0,1	2,4	1,2
% Résultat net	46%	206%	59%

Au 31 décembre 2011, l'adoption du statut SIIC a permis à la société de générer un produit d'impôt de **7,6 M€**, en ce compris une charge d'*exit tax* de **(6,1) M€** et un produit d'impôts différés passifs de **14,5 M€**³⁸.

2.1.4 Historique de dividendes

Les dividendes mis en paiement au titre des précédents exercices sont les suivants ; ils ont majoritairement été prélevés sur les réserves :

Patrimoine et Commerce				
Dividendes	31-déc.-11	30-juin-11	30-juin-10	30-juin-09
	6 m	12 m	12 m	12 m
Résultat net social (M€)	0,6	0,7	-	-
Dividendes commanditaires	1,7	1,7	-	-
Dividendes commandité	0,0	0,0	-	-
Nombre d'actions	5 582 649	5 582 649	-	-
Résultat net / action	0,11	0,13		
Dividende / action	0,31	0,31		
% résultat distribué	278%	247%		

L'assemblée générale mixte des actionnaires du 6 juin 2012 a offert la possibilité à chaque associé commanditaire d'opter pour le paiement du dividende de **1.730.621,19 €** dû au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2011.

³⁸ Ce montant correspond à la différence entre l'impôt calculé à 33 1/3 % et le taux d'impôt de 19% applicable pour les sociétés qui ont opté pour le régime SIIC.

A ce titre, 88.309 actions nouvelles ont été émises en juillet 2012 pour un prix d'émission de 14,25 €³⁹, soit une augmentation de capital social, prime d'émission incluse, de **1.258.403,25 €**, le complément de **469.347,65 €** ayant été payé en numéraire⁴⁰.

2.2 Foncière Sépric

2.2.1 Principales caractéristiques de la Société

Depuis sa création en 1994, Foncière Sépric s'est spécialisée sur les actifs commerciaux situés dans les *retails parks* des principales agglomérations urbaines françaises et suisses, ce segment étant considéré comme particulièrement porteur dans ces pays.

Au 30 juin 2012, le portefeuille de Foncière Sépric se compose exclusivement d'actifs commerciaux de « *retail park* », à hauteur de **224,5 M€** dont **74,2 M€** localisés en Suisse.

Le 1^{er} juillet 2009, Foncière Sépric et Orion Investissement ont opté pour le régime SIIC, suivis des filiales SCI Belmont, SARL Mougin et SCI Les Bruyères le 1^{er} octobre 2010.

Les comptes relatifs à l'exercice de 12 mois clos le 30 juin 2012 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

2.2.2 Structure financière

Foncière Sépric					
Bilan	30-juin-12			30-juin-11	30-juin-10
M€	France	Suisse	Total	12 m	12 m
Juste valeur des immeubles	146,2	74,2	220,4	168,5	120,0
Actifs destinés à la vente	4,1	-	4,1	-	-
Portefeuille immobilier	150,3	74,2	224,5	168,5	120,0
Endettement net	(55,1)	(65,4)	(120,5)	(77,8)	(45,5)
Autres	(2,1)	(8,9)	(11,0)	(6,9)	(9,4)
Minoritaires	-	-	-	-	-
Part du Groupe	93,1	(0,1)	93,0	83,8	65,1
Loan-to-value	37%	88%	54%	46%	38%

Au 30 juin 2012, la société supporte un endettement financier brut de **(129,6) M€** composé de dettes à taux fixe pour **(78,0) M€** et de dettes à taux variable pour **(51,6) M€** dont **(40) M€** sont couvertes.

³⁹ Moyenne des cours des vingt séances de bourse précédant le jour de l'assemblée générale, diminué du montant du dividende arrêté par la gérance le 6 juin 2012.

⁴⁰ Le solde dû aux actions autodétenues a été affecté en report à nouveau.

Afin de disposer d'une structure financière lui permettant le financement de nouveaux projets d'investissements, Foncière Sépric a cédé au cours du quatrième trimestre 2012 son activité Suisse fortement endettée, présentant un ratio *Loan to Value* supérieur à 80%. Cette opération a permis ainsi à la Société de réduire son ratio à moins de 40%.

Au 30 juin 2012, l'*exit tax* restant à payer suite au passage au régime SIIC est de **(2,9) M€**.

2.2.3 Activité

Foncière Sépric			
Compte de résultat	30-juin-12	30-juin-11	30-juin-10
M€	12m	12m	12m
Revenus nets	12,2	11,3	9,8
Résultat opérationnel courant	11,2	10,1	8,6
Résultat opérationnel	13,9	22,2	8,9
% RESOP	114%	197%	91%
Financier	(3,3)	(2,4)	(1,5)
Impôt	(0,1)	(0,0)	10,0
Résultat net	10,5	19,8	17,4
% Résultat net	86%	176%	178%

2.2.4 Historique de dividendes

Lors de l'assemblée générale ordinaire du 12 décembre 2012 qui s'est prononcée notamment sur l'affectation du résultat de l'exercice clos le 30 juin 2012, il a été décidé le versement d'un dividende en numéraire de 0,40 € par action, devant être mis en paiement le 28 mars 2013, après le règlement-livraison de l'Offre.

En tenant compte de cette décision, les sommes mises en distribution historiquement au cours des derniers exercices clos sont les suivantes :

Financière Sépric			
Dividendes	30-juin-12	30-juin-11	30-juin-10
	12 m	12 m	12 m
Résultat net social (M€)	1,4	5,4	5,7
Dividendes	3,0	2,6	2,2
Nombre d'actions	7 625 284	7 385 848	7 220 785
Résultat net / action	0,18	0,74	0,79
Dividende / action	0,40	0,35	0,30
% résultat distribué	216%	48%	38%

2.3 Positionnement des sociétés sur le marché du *retail park*

Sur le marché de l'immobilier commercial, les parcs périurbains d'activités commerciales ou *retail park* permettent à des enseignes à bas coût de s'implanter et de bénéficier ainsi de loyers modérés comparativement aux loyers appliqués en centre commercial. Le taux d'occupation de ces structures reste donc exceptionnellement élevé.

En France, ce marché compte un nombre limité d'acteurs parmi lesquels figurent, aux côtés de Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric, Frey et Altarea Cogedim⁴¹.

⁴¹ Une présentation d'Altarea Cogedim et de Frey est jointe en **annexe 7** de ce rapport.

3 EVALUATION DES ACTIONS PATRIMOINE ET COMMERCE ET FONCIERE SEPRIC

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, après avoir exposé les données structurant l'évaluation (§ 3.1), l'analyse du cours de bourse (§ 3.2) et les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.3), nous présentons ci-après les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes, afin d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange dans le cadre de l'Offre Mixte Principale (§ 3.4) et du prix de 12 € offert par l'Initiateur dans le cadre de l'OPA subsidiaire (§ 3.5).

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Rapport d'échange

Le rapport d'échange proposé dans le cadre de l'Offre Mixte Principale de 11 actions Patrimoine et Commerce pour 20 actions Foncière Sépric plus une soulte de 0,91 € pour chaque action Foncière Sépric a été déterminé en considérant une valorisation des actions de la Cible et de l'Initiateur coupon attaché.

La rémunération des actions en circulation de la Cible dans le cadre de l'Offre Mixte Principale a été déterminée sous l'hypothèse que :

- le dividende de 0,40 €⁴² par action décidé le 12 décembre 2012 ne serait mis en paiement que fin mars 2013, soit postérieurement au règlement-livraison de l'Offre ;
- les actions apportées le seraient avec ce dividende attaché de 0,40 € ;
- la distribution de dividendes de l'Initiateur au titre du résultat clos le 31 décembre 2012 interviendrait après le règlement-livraison de l'Offre.

Les 90.000 actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 90.000 options de souscription ne pouvant pas bénéficier du dividende de 0,40 € qui sera mis en paiement le 28 mars 2013, le montant en numéraire versé par action Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'Offre Publique Mixte et le prix de 12 € versé par action Foncière Sépric apportée dans le cadre de l'OPA Subsidiaire seraient réduits de 0,40 €.

3.1.2 Référentiel comptable

Les comptes consolidés de Patrimoine et Commerce et de Foncière Sépric sont établis en conformité avec les normes comptables internationales (référentiel IFRS) ; à ce titre :

- en application de l'option proposée par la norme IAS 40, les deux sociétés ont opté pour la comptabilisation à la juste valeur de leurs immeubles de placement⁴³;

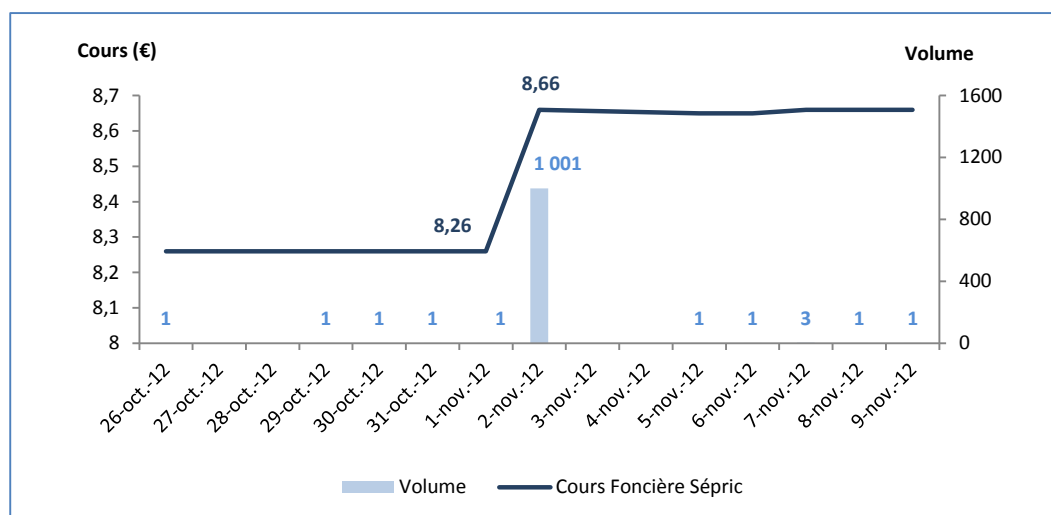
⁴² Au titre de l'exercice clos le 30 juin 2012.

- les instruments financiers utilisés par ces sociétés pour se couvrir contre le risque d'augmentation des taux d'intérêt sur leur endettement à taux variable (*collars* et *swaps*) sont évalués à leur juste valeur ;
- les emprunts sont initialement comptabilisés à leur juste valeur, nette des coûts de transaction encourus, puis à leur coût amorti ; les contrats de crédit-bail immobilier sont retraités comme des contrats d'emprunt et présentés nets des avances preneur versées.

3.1.3 Date d'évaluation

Dans nos travaux d'évaluation, et au regard des différentes méthodes retenues, nous nous sommes fondés sur une estimation d'ANR des sociétés Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric au 31 décembre 2012 et des cours de bourse *spot* et moyens pondérés sur une plus ou moins longue période au :

- **2 novembre 2012** pour Patrimoine et Commerce, soit le dernier jour ouvré avant le 5 novembre 2012, date du communiqué de presse de Patrimoine et Commerce présentant le projet de rapprochement entre les deux foncières pour créer la première foncière cotée spécialisée dans les *retail parks* en France ;
- **1^{er} novembre 2012** pour Foncière Sépric afin de ne pas prendre en compte l'impact d'un volume d'échange de 1.001 actions le 2 novembre 2012, étant observé que peu d'échanges ont eu lieu durant la période encadrant cette date :



⁴³ IAS 40.5 « Un immeuble de placement est un bien immobilier (terrain ou bâtiment — ou partie d'un bâtiment — ou les deux) détenu (par le propriétaire ou par le preneur dans le cadre d'un contrat de location-financement) pour en retirer des loyers ou pour valoriser le capital ou les deux [...] ».

3.1.4 Nombre d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée utilisé dans nos travaux de valorisation de l'action de la Cible et de l'Initiateur exclut les actions auto-détenues et inclut l'impact des instruments dilutifs :

Nombre d'actions base diluée		
	Foncière Sépric	Patrimoine et Commerce
Actions en circulation	7 625 284	8 259 894
Autodétention	(5 046)	(9 594)
Stock options	90 000	
Actions gratuites		100 000
Actions - base diluée	7 710 238	8 350 300

3.1.4.1 Foncière Sépric

Au 18 janvier 2013, les 90.000 options de souscription d'actions⁴⁴ sont dans la monnaie ; l'impact de leur exercice a donc été pris en compte dans nos calculs.

3.1.4.2 Patrimoine et Commerce

Nous avons considéré que les critères qualitatifs seraient respectés, que 100% des objectifs chiffrés seraient atteints et qu'à ce titre, la gérance se verrait attribuer 100.000 actions gratuites dont l'impact a été pris en compte dans nos calculs.

3.1.5 Expertises immobilières

Les justes valeurs des immeubles de placement ont été estimées au 30 juin 2012 à dire d'expert selon la méthode de capitalisation des revenus via un taux de rendement moyen des loyers résultant de l'observation de taux pratiqués sur le marché immobilier, soit 6,8%⁴⁵ pour Foncière Sépric et 7,6%⁴⁶ pour Patrimoine et Commerce.

3.2 Analyse du cours de bourse

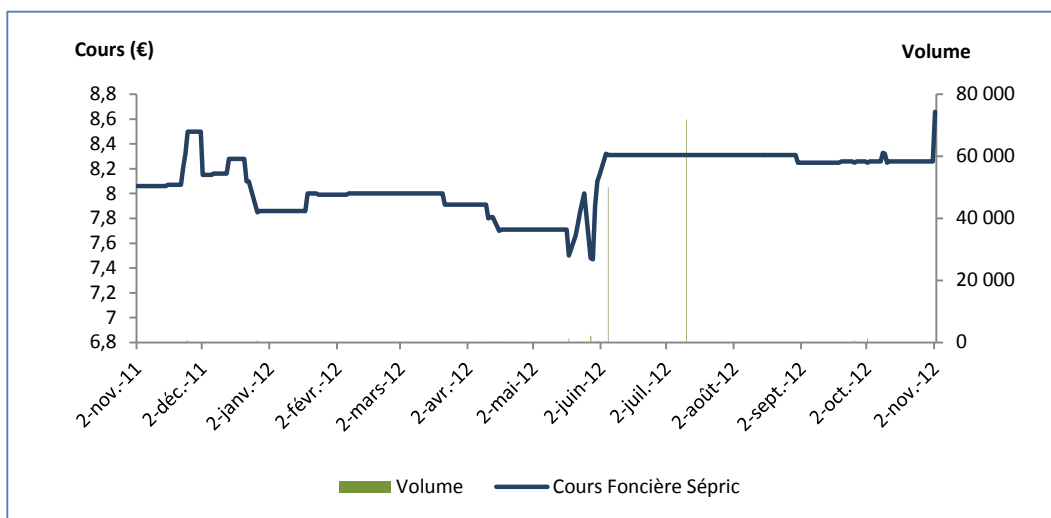
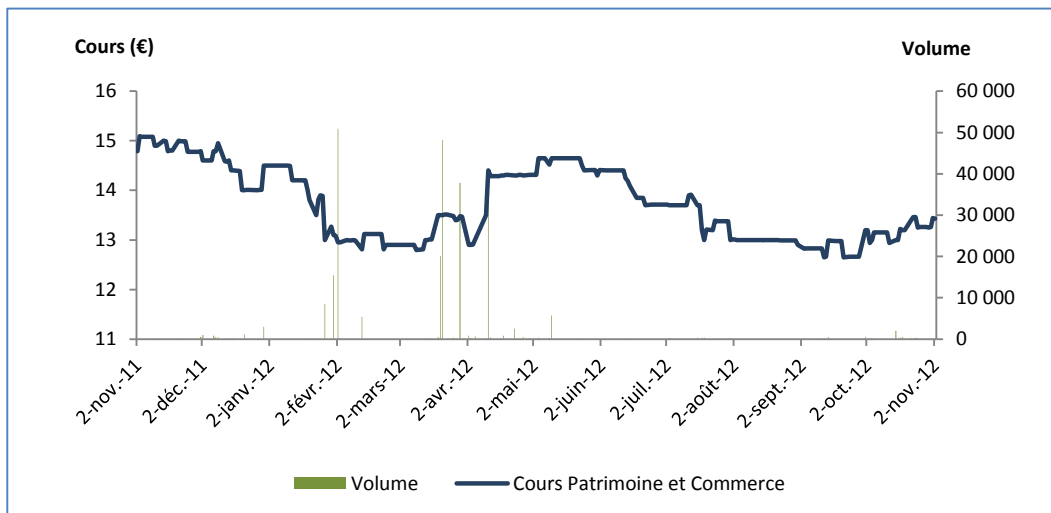
Les cours de clôture de Patrimoine et Commerce et de Foncière Sépric au 2 novembre 2012, veille de la publication du communiqué de Patrimoine et Commerce présentant le projet de rapprochement, étaient respectivement de **13,43 €** et de **8,66 €**.

Les graphiques ci-dessous retracent l'évolution du cours de Patrimoine et Commerce et de Foncière Sépric et les volumes échangés sur les 12 mois précédant le 2 novembre 2012 :

⁴⁴ Prix d'exercice de 6,08 €.

⁴⁵ 7,03 % sur le portefeuille France et 5,52 % sur le portefeuille Suisse.

⁴⁶ 7,3 % sur le portefeuille Commerces et 8,8 % sur le portefeuille Bureaux et activité.



L'analyse du volume des transactions au cours des 12 derniers mois met en évidence la faible liquidité des actions Foncière Sépric et Patrimoine et Commerce, ce qui explique notamment l'absence de suivi de ces titres par les analystes financiers.

Les cours moyens pondérés par les volumes aux dates de référence retenues (§ 3.1.3) sont présentés ci-après ; à titre indicatif nous avons également mis en avant les données relatives à Foncière Sépric au 2 novembre 2012 :

Cours de bourse						
Date de référence	Patrimoine et Commerce		Foncière Sépric			
	2-nov.-12		1-nov.-12		2-nov.-12	
	€	Volume	€	Volume	€	Volume
Spot	13,43	1	8,26	1	8,66	1 001
Cours moyen pondéré - 1m	13,32	5 109	8,26	1 476	8,58	1 277
Cours moyen pondéré - 3m	13,24	6 829	8,25	2 158	8,38	3 158
Cours moyen pondéré - 6m	13,88	15 600	8,28	130 571	8,28	131 571
Cours moyen pondéré - 12m	13,52	254 859	8,28	133 680	8,28	134 680

3.3 Méthodes d'évaluation écartées

3.3.1 Actif net comptable (ANC)

L'Initiateur et la Cible établissent leurs comptes conformément au référentiel IFRS. A ce titre, les instruments financiers et les immeubles de placement⁴⁷ sont comptabilisés à leur juste valeur et l'actif net comptable est donc relativement proche de l'actif net réévalué, critère retenu à titre principal.

La valorisation par l'ANC n'a donc pas été retenue.

3.3.2 Actualisation des dividendes (DDM)

L'historique des dividendes de Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric montre que les distributions des dernières années ont été prélevées sur les réserves et primes et qu'elles ont donc été effectuées au-delà de l'obligation résultant de l'option pour le régime SIIC⁴⁸ (§ 2.1.4. et § 2.2.4).

⁴⁷ Les deux sociétés appliquent l'option qui leur est offerte par la norme IAS 40 de comptabilisation des immeubles de placement à leur juste valeur.

⁴⁸ Les SIIC bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés sous réserve qu'elles distribuent :

- 85% des bénéfices provenant de la location d'immeubles avant la fin de l'exercice qui suit leur réalisation ;
- 50% des plus-values provenant de la cession d'immeubles, de droits réels immobiliers, de droits afférents à un contrat de crédit-bail ou de titres de sociétés à prépondérance immobilière avant la fin de la deuxième année qui suit leur réalisation ;
- 100% des dividendes reçus par des filiales de SIIC, les SIIC et les SPPCAV (détenues au moins à hauteur de 5% par la SIIC bénéficiaire) avant la fin de l'exercice qui suit leur perception.

Par ailleurs, l'approche d'évaluation par le rendement est conditionnée par le statut SIIC en ce qui concerne les revenus fonciers, source de dividendes récurrents ; il en va autrement d'une partie des plus-values de cession d'actifs qui interfèrent dans la politique de distribution, et qu'il est dès lors difficile d'anticiper.

En l'absence de plan d'affaires à long terme et compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode de valorisation DDM.

3.3.3 DCF (*Discounted Cash-Flow*)

Les experts immobiliers retiennent une approche fondée sur la capitalisation des revenus pour estimer le portefeuille immobilier dont la valeur sera retenue dans l'ANR. L'application de la méthode DCF s'appuyant sur une actualisation de flux serait donc redondante avec la méthode de l'ANR que nous utilisons à titre principal.

La valorisation en DCF n'a donc pas été retenue.

3.3.4 Cours de bourse cible

Les titres de Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric ne sont suivis par aucun analyste financier.

Il est donc impossible d'établir une référence par rapport à des objectifs de cours.

3.3.5 Multiples d'ANR⁴⁹ dans le cadre de l'Offre Mixte Principale

Les sociétés Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric intervenant dans le même secteur d'activité, mobilisent *de facto* le même échantillon de sociétés comparables. A ce titre, l'appréciation de la parité de l'Offre Mixte Principale par application de cette méthode revient à analyser *in fine* le rapport des ANR. L'analyse de ce critère a déjà été retenue à titre principal comme élément d'appréciation de la parité ; par conséquence nous n'avons pas retenu l'approche analogique dans nos travaux sur l'Offre Mixte Principale.

3.3.6 Multiples de cash-flow

En l'absence de plan d'affaires à moyen terme, nous avons écarté cette méthode.

⁴⁹ Application d'une prime / décote sur l'ANR.

3.3.7 Transactions comparables

3.3.7.1 En ce qui concerne l'Offre Mixte Principale

Sur les deux dernières années, nous n'avons identifié qu'une seule opération d'échange dans le secteur immobilier. Il s'agit de l'offre publique d'échange visant les actions Silic⁵⁰ initiée par Icade⁵¹.

La société Silic s'est développée sur des parcs immobiliers à vocation industrielle et commerciale dans les zones d'Orly-Rungis, la Défense, Cergy et Paris Nord-Villepinte ; la société Icade quant à elle intervient sur l'immobilier de bureaux et hospitalier.

Les caractéristiques de ces sociétés, notamment en termes de taille et de secteur d'activité, ne sont finalement pas directement comparables à celles de la Cible et de l'Initiateur ; nous n'avons donc pas retenu cette opération.

3.3.7.2 En ce qui concerne l'OPA subsidiaire

Parmi les offres publiques de marché réalisées au cours de ces deux dernières années dans le secteur immobilier, nous n'avons pas identifié d'offres publiques d'achat portant sur une société ayant la même activité que la Cible⁵².

A ce titre, nous n'avons pas retenu cette méthode.

Afin d'apprécier le rapport d'échange proposé pour l'Offre Mixte Principale et le prix offert pour l'OPA subsidiaire, nous avons mis en œuvre plusieurs méthodes, certaines à titre principal, d'autres à titre de simple recoupement :

Méthodes retenues	Offre Publique Mixte		OPA subsidiaire	
Transaction Vergely / Robbe (21 décembre 2012)	✓	Principal	✓	Principal
Actif net réévalué	✓	Principal	✓	Principal
Cours de bourse historiques	✓	Recoupement	✓	Principal
Comparables boursiers - multiples d'ANR	✗		✓	Recoupement

⁵⁰ Capitalisation de 1,4 Md€ au 21 janvier 2013.

⁵¹ Capitalisation de 3,5 Md€ au 21 janvier 2013.

⁵² L'offre publique d'achat initiée par PHRV en décembre 2011 vise les titres de la société Foncière Paris France, société foncière spécialisée dans l'immobilier de bureaux et de locaux d'activité à Paris et en Ile-de-France. L'offre publique d'achat initiée par Monroe en juillet 2011 vise les titres de Eurosic, dont le patrimoine est composé principalement de bureaux de grande taille situés à Paris et en première couronne ainsi que de parcs tertiaires et d'actifs de diversification dans le secteur des loisirs et de la logistique en France.

3.4 Appréciation de l'Offre Mixte Principale

3.4.1 Transaction de référence sur le capital de la Cible

Les Apports effectués le 27 décembre 2012 par les actionnaires majoritaires de Foncière Sépric (§ 1.4.1.) se fondent sur un rapport d'échange de 11 actions Patrimoine et Commerce pour 20 actions Foncière Sépric majoré d'une soulte de 0,91 € par action Foncière Sépric apportée⁵³.

Il nous a été confirmé par le management qu'aucun mécanisme de complément de prix n'avait été prévu dans le cadre de ces Apports ; par ailleurs, nous n'en avons identifié aucun à la revue du corpus juridique encadrant les différentes opérations préalables et concomitantes aux Apports (§ 1.4.2 et § 1.4.3).

Les conditions de rémunération proposée aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre Mixte Principale sont donc identiques en tous points à celles dont ont bénéficié les actionnaires majoritaires pour leur apport. Ce rapport d'échange proposé dans le cadre des Apports a été considéré comme équitable par les commissaires aux apports qui se sont prononcés sur la rémunération.

3.4.2 Actif net réévalué (ANR)

L'ANR est un critère d'évaluation incontournable dans le cas d'une société foncière ; il fait l'objet d'une publication par Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric qui l'assimilent à l'actif net comptable consolidé, lequel est calculé avant et après droits et est dénommé « ANR hors droits » ou « ANR droits inclus ».

Ces sociétés ne publient donc pas d'ANR EPRA NNNAV ou « triple net » et ne procèdent pas à la mise à la juste valeur de leurs dettes financières⁵⁴. Par nature, ces dettes sont adossées aux actifs immobiliers qu'elles financent et en conséquence, il apparaît difficile de leur attribuer une valeur de marché propre. A ce titre, la valeur comptable de ces dettes a été considérée comme représentative de leur valeur financière.

⁵³ Les traités d'apports précisent que « les actions Foncière Sépric seront apportées coupon 2011/2012 attaché, c'est-à-dire avant paiement du dividende au titre de l'exercice clos le 30 juin 2012, soit un montant de 0,40 € par action ».

⁵⁴ "A mark to market adjustment measured in accordance with IAS 39 in respect of all debt not held in the balance sheet at its fair value" (source : EPRA reporting – Best Practices recommendations – October 2010).

3.4.2.1 ANR estimé

Les comptes consolidés au 31 décembre 2012 sur lesquels se fonde le calcul de l'ANR n'étant pas encore arrêtés par les organes de gouvernance, nous nous sommes attachés à estimer pour Patrimoine et Commerce et Foncière Sépric un ANR à la date la plus récente.

Ainsi, nous nous sommes référés à l'ANR publié au 30 juin 2012 que nous avons corrigé de l'impact des opérations réalisées au cours du second semestre 2012, en ce comprises les opérations préalables (§ 1.4.2.) et concomitantes (§ 1.4.3.) aux Apports, et de l'activité de chacune des sociétés estimée par le management à titre provisoire⁵⁵.

A partir des différents éléments obtenus et de l'estimation d'activité du management depuis le 30 juin 2012, nous avons estimé l'ANR au 31 décembre 2012, sur une base diluée, de :

- Patrimoine et Commerce à **22,23 €** détaillé comme suit :

Patrimoine et Commerce									€ / action (dilué)
Date	Equity (M€)	Résultat S2	Autres	ANR (M€)	Actions	Autodét.	Actions gratuites	Total hors AC (dilué)	
30-juin-12	128,1			128,1	5 582 649	(9 594)	0	5 573 055	22,99
Dividendes en actions	25-juil.-12	1,3		1,3	88 309			88 309	
Plan d'actions gratuites	30-nov.-12			-			100 000	100 000	
Résultat hors exceptionnel			3,4	3,4				-	
Avant apports	129,4	3,4	-	132,8	5 670 958	(9 594)	100 000	5 761 364	23,05
Rémunération des apports	27-déc.-12	53,2		53,2	2 588 936			2 588 936	
Rémunération gérance		(1,0)		(1,0)				-	
Elim. des titres Foncière Sépric		(57,5)		(57,5)				-	
Intégration Foncière Sépric		94,2		94,2				-	
Part minoritaires (38,27%)		(36,1)		(36,1)				-	
Post apports	182,3	3,4	-	185,7	8 259 894	(9 594)	100 000	8 350 300	22,23

- Foncière Sépric à **12,29 €** détaillé comme suit :

Foncière Sépric									€ / action (dilué)
Date	Equity (M€)	Résultat S2	Stock options	ANR (M€)	Actions	Autodét.	Stock options	Total hors AC (dilué)	
30-juin-12	93,0		1,1	94,1	7 538 634	(7 638)	176 650	7 707 646	12,21
Indemnité de résiliation	29-nov.-12	(1,3)		(1,3)				-	
Exercice stock options	11-déc.-12	0,5	(0,5)	-	86 650		(86 650)	-	
Intégration du Groupe Sépric	12-déc.-12			-				-	
Cession Suisse nette d'IS	12-déc.-12	1,2		1,2				-	
Dividendes à payer (0,4 €/action)	12-déc.-12	(3,0)		(3,0)				-	
Variation de l'autocontrôle				-		2 592		2 592	
Résultat hors exceptionnel		3,8		3,8				-	
31-déc.-12	90,5	3,7	0,5	94,8	7 625 284	(5 046)	90 000	7 710 238	12,29

⁵⁵ Les estimations qui nous ont été communiquées se fondent sur la meilleure connaissance du management en date de nos travaux ; les valorisations définitives des portefeuilles et des instruments financiers notamment ne sont pas encore arrêtées.

Par construction, l'ANR de Foncière Sépric estimé au 31 décembre 2012 tient compte de l'affectation du résultat du 30 juin 2012 et donc de l'impact du dividende de 0,40 € par action. L'Offre Mixte Principale impliquant un échange d'actions coupon attaché, nous retiendrons dans nos travaux un ANR coupon attaché de **12,69 €⁵⁶**.

3.4.2.2 Synthèse

ANR							
€ / action		Patrimoine et Commerce	Contrevaleur Foncière Sépric			Foncière Sépric	Prime / (Décote)
			Echange (11/20)	Soulte	Total		
ANR estimé	31-déc.-12	22,23	12,23	0,91	13,14	12,69	3,5%
ANR publié	30-juin-12	23,00	12,65	0,91	13,56	12,21	11,1%

Le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale extériorise une prime par rapport à l'ANR qui constitue le critère de référence dans l'activité immobilière ; celle-ci s'élève à **3,5%** sur un ANR estimé à la date la plus récente, donc calculé post apports et à **11,1%** sur l'ANR tel que publié au 30 juin 2012.

Par ailleurs, l'échange d'actions permet aux actionnaires minoritaires de la Cible de devenir actionnaires d'une structure plus importante, dont les projets de développement visent un portefeuille d'actifs de l'ordre de 1 Md€ à horizon 2016.

3.4.3 *Cours de bourse*

La référence au cours de bourse s'impose dans le cas de sociétés cotées. Néanmoins, la liquidité des actions de la Cible et de l'Initiateur étant assez restreinte, cette approche est présentée uniquement à titre de recoupement :

Cours de bourse						
€ / action	Patrimoine et Commerce	Contrevaleur Foncière Sépric			Foncière Sépric	Prime / (Décote)
		Echange (11/20)	Soulte	Total		
Spot	13,43	7,39	0,91	8,30	8,26	0,4%
Cours moyen pondéré - 1m	13,32	7,32	0,91	8,23	8,26	(0,3%)
Cours moyen pondéré - 3m	13,24	7,28	0,91	8,19	8,25	(0,8%)
Cours moyen pondéré - 6m	13,88	7,63	0,91	8,54	8,28	3,2%
Cours moyen pondéré - 12m	13,52	7,44	0,91	8,35	8,28	0,9%

Au regard des résultats obtenus, il apparaît que le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale extériorise sur la base d'un cours moyen pondéré 1 mois, une légère décote.

⁵⁶ 12,29 € + 0,40 €.

3.4.4 Synthèse sur l'Offre Mixte Principale

Synthèse							
€ / action		Patrimoine et Commerce	Contrevaleur Foncière Sépric			Foncière Sépric	Prime / (Décote)
			Echange (11/20)	Soulte	Total		
Transaction de référence							
Apports du 21 décembre 2012		Conditions de l'Offre Publique Mixte équivalente à celles des Apports					
Actif net réévalué							
ANR estimé	31-déc.-12	22,23	12,23	0,91	13,14	12,69	3,5%
ANR publié	30-juin-12	23,00	12,65	0,91	13,56	12,21	11,1%
Cours de bourse							
Spot		13,43	7,39	0,91	8,30	8,26	0,4%
Cours moyen pondéré - 1m		13,32	7,32	0,91	8,23	8,26	(0,3%)
Cours moyen pondéré - 3m		13,24	7,28	0,91	8,19	8,25	(0,8%)
Cours moyen pondéré - 6m		13,88	7,63	0,91	8,54	8,28	3,2%
Cours moyen pondéré - 12m		13,52	7,44	0,91	8,35	8,28	0,9%

De nos travaux, nous concluons que :

- le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale offre les mêmes conditions que celles obtenues par les actionnaires majoritaires dans le cadre des Apports ;
- aucun complément de prix n'a été accordé aux actionnaires majoritaires lors des Apports ;
- ce rapport d'échange permet d'offrir une prime par rapport au critère de référence de l'ANR et ne présente qu'une décote limitée sur l'approche retenue à titre de recoupement (cours de bourse).

L'échange d'actions permet par ailleurs aux actionnaires minoritaires de la Cible de devenir actionnaires d'une structure plus importante, dont les projets de développement visent un portefeuille d'actifs de l'ordre de 1 Md€ à horizon 2016.

3.5 Appréciation de l'OPA subsidiaire

3.5.1 Transaction de référence sur le capital de la Cible

Transaction de référence				
€ / action		Prix offert	Foncière Sépric via l'OPM	Prime (Décote)
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	13,14	(8,7%)
ANR publié	30-juin-12	12,00	13,56	(11,5%)
Spot		12,00	8,30	44,6%
Cours moyen pondéré - 1m		12,00	8,23	45,7%
Cours moyen pondéré - 3m		12,00	8,19	46,5%
Cours moyen pondéré - 6m		12,00	8,54	40,5%
Cours moyen pondéré - 12m		12,00	8,35	43,7%

L'OPA subsidiaire fait apparaître une décote de l'ordre de **(10%)** sur le critère de l'ANR, étant précisé que la décote moyenne du cours de la Cible sur son ANR est plutôt de l'ordre de **(30%)** et de celle de l'Initiateur de **(40%)** (§ 3.5.4.2).

Cette méthode extériorise une prime globale de **45%** par rapport au cours de bourse ; nous rappelons à cet égard que l'OPA subsidiaire permet également d'assurer aux actionnaires minoritaires une liquidité de sortie pour leurs actions, dans la mesure où les titres de la Cible sont peu liquides.

3.5.2 Actif net réévalué (ANR)

Actif net réévalué				
€ / action		Prix offert	Foncière Sépic	Prime / (Décote)
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	12,69	(5,5%)
ANR publié	30-juin-12	12,00	12,21	(1,7%)

L'OPA subsidiaire extériorise une décote de **(5,4%)** sur le critère de l'ANR estimé à la date la plus récente donc calculé post apports, et de **(1,7%)** sur l'ANR tel que publié au 30 juin 2012. Ce constat est à mettre en regard avec la décote moyenne du cours de la Cible sur son ANR autour **(30%)** et de celle de l'Initiateur autour de **(40%)**.

3.5.3 Cours de bourse

Cours de bourse				
	€	Prime / (Décote)	€	Prime / (Décote)
Prix offert	12,00		12,00	
Date de référence	1-nov.-12		2-nov.-12	
Spot	8,26	45,3%	8,66	38,6%
Cours moyen pondéré - 1m	8,26	45,3%	8,58	39,9%
Cours moyen pondéré - 3m	8,25	45,4%	8,38	43,1%
Cours moyen pondéré - 6m	8,28	44,9%	8,28	44,9%
Cours moyen pondéré - 12m	8,28	45,0%	8,28	45,0%

L'OPA subsidiaire offre une prime de l'ordre de **45%** par rapport au cours de bourse tout en assurant aux actionnaires minoritaires une liquidité pour leurs titres, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors.

3.5.4 Comparables boursiers - multiples d'ANR

3.5.4.1 Sélection de l'échantillon

L'approche par comparaison boursière consiste à appliquer aux agrégats financiers de Foncière Sépric les multiples boursiers observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité considérées comme comparables ; dans le cas présent il s'agit du multiple (prime / décote) d'ANR triple net.

Nous avons sélectionné les entités de notre échantillon en considérant les similitudes existantes en termes d'activité (localisation géographique, nature et rendement du portefeuille), de structure financière (ratio de *loan to value*) et de taille (capitalisation boursière et ANR).

Il apparaît que les sociétés retenues dans notre échantillon présentent globalement une faible liquidité de leurs titres. Par conséquent, l'approche analogique n'est mise en œuvre ici qu'à titre de recoupement dans le cadre de l'appréciation du prix offert pour l'OPA subsidiaire.

3.5.4.2 Echantillon direct

Au regard de ces différents critères, il apparaît que Patrimoine et Commerce est le comparable coté le plus proche de Foncière Sépric, et qu'il n'existe donc pas d'autres SIIC exerçant exclusivement une activité de foncière spécialisée en France sur le *retail park*.

Comparable direct										
Société	Pays	Statut	Capi. 1m (M€)	% France	Nature de l'ANR publié	ANR (M€)	Rend. (d)	% LTV	Multiple d'ANR	(Decote)/ Prime sur ANR
Foncière Sépric	France	SIIC	62 (a)	80% (c)	ANR HD	93	6,8%	55%	0,67x	(33,1%)
Patrimoine et Commerce	France	SIIC	74 (b)	100%	ANR HD	128	7,6%	47%	0,58x	(42,0%)

(a) Au 1er novembre 2011, avant impact des cours de l'annonce de l'opération

(b) Au 2 novembre 2011, avant impact des cours de l'annonce de l'opération

(c) Avant cession de la Suisse

(d) Taux de capitalisation moyen hors droits

3.5.4.3 Echantillon Retail Park

Nous avons étayé notre analyse en constituant un échantillon élargi à **Altarea Cogedim** et **Frey**⁵⁷ qui sont d'autres acteurs importants du *retail park*, mais présentent néanmoins des spécificités en termes d'activité, de développement et de taille qui ne leur permettent pas d'être considérés comme des comparables directs.

Comparables retail park										
Société	Pays	Statut	Capi. 1m (M€)	% France	Nature de l'ANR publié	ANR (M€)	Rend. (d)	% LTV	Multiple d'ANR	(Decote)/ Prime sur ANR
Foncière Sépric	France	SIIC	62 (a)	80% (c)	ANR HD	93	6,8%	55%	0,67x	(33,1%)
Patrimoine et Commerce	France	SIIC	74 (b)	100%	ANR HD	128	7,6%	47%	0,58x	(42,0%)
Altarea Cogedim	France	SIIC	1 266	98%	EPRA NNNAV	1 431	6,3%	50%	0,88x	(11,5%)
Frey	France	SIIC	109	95%	EPRA NNNAV	102	7,1% (e)	50%	1,08x	7,6%
Moyenne							7,0%	49%	0,85x	(15,3%)
Médiane							7,1%	50%	0,88x	(11,5%)

(a) Au 1er novembre 2011, avant impact des cours de l'annonce de l'opération

(b) Au 2 novembre 2011, avant impact des cours de l'annonce de l'opération

(c) Avant cession de la Suisse

(d) Taux de capitalisation moyen hors droits

(e) Taux de capitalisation droits inclus

3.5.4.4 Echantillon immobilier commercial

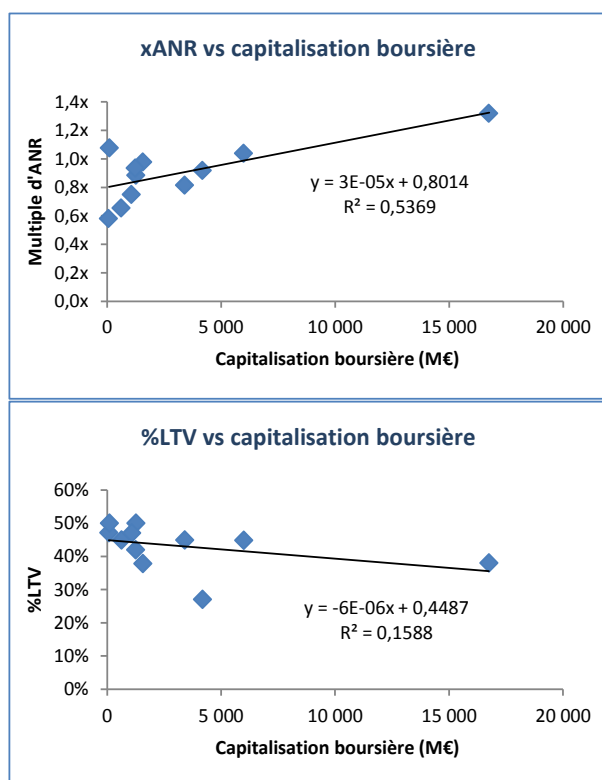
Observant la forte disparité entre les acteurs du *retail park*, notamment en termes de décote / prime sur ANR, nous avons souhaité élargir notre analyse à l'immobilier commercial pris dans son ensemble, en incluant les autres acteurs du secteur :

- **Unibail, Klépierre et Mercialis** (France) : acteurs français de référence sur le marché français des centres commerciaux mais de taille nettement supérieure ;
- **Corio, Eurocommercial, Vastned Retail, Wereldhave** (Pays-Bas) et **Hammerson** (Grande-Bretagne) : acteurs européens majeurs de l'immobilier commercial ayant opté pour le régime SIIC pour la partie française de leur patrimoine (SIIC pan-européennes).

Ces sociétés sont toutes soumises à un régime de transparence fiscale (SIIC en France, FBI aux Pays-Bas et UK-REIT au Royaume-Uni) qui se caractérise par une imposition au niveau de l'actionnaire final et non de la société. En contrepartie, ces sociétés ont une obligation de distribution d'une part essentielle de leurs résultats.

⁵⁷ Une description détaillée de ces acteurs est présentée en **annexe 7**.

En dépit d'une activité commune d'immobilier commercial et d'un taux de LTV relativement proche de la Cible, l'ensemble de ces acteurs présente néanmoins une faible corrélation entre les multiples d'ANR, la capitalisation boursière et le pourcentage de LTV :



Nous ne retiendrons donc pas dans le cadre de l'approche analogique l'échantillon élargi au secteur de l'immobilier commercial.

3.5.4.5 Synthèse

Sur la base des ANR Foncière Sépric estimés au 31 décembre 2012 et publiés au 30 juin 2012, l'OPA subsidiaire met en avant une prime comprise entre **11,6%** et **69,4%** :

Comparables boursiers						
€ / action		Prix offert	Foncière Sépric	Multiple d'ANR	Valeur induite FS	Prime / (Décote)
Comparable direct						
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	12,69	0,58x	7,37	62,9%
ANR publié	30-juin-12	12,00	12,21	0,58x	7,09	69,4%
Comparables <i>retail park</i>						
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	12,69	0,85x	10,75	11,6%
ANR publié	30-juin-12	12,00	12,21	0,85x	10,34	16,0%

3.5.5 Synthèse sur l'OPA subsidiaire

Synthèse				
€ / action		Prix offert	Foncière Sépric	Prime / (Décote)
Transaction de référence				
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	13,14	(8,7%)
ANR publié	30-juin-12	12,00	13,56	(11,5%)
Cours moyen pondéré - 1m		12,00	8,23	45,7%
Actif net réévalué				
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	12,69	(5,5%)
ANR publié	30-juin-12	12,00	12,21	(1,7%)
Cours de bourse				
Spot		12,00	8,26	45,3%
Cours moyen pondéré - 1m		12,00	8,26	45,3%
Cours moyen pondéré - 3m		12,00	8,25	45,4%
Cours moyen pondéré - 6m		12,00	8,28	44,9%
Cours moyen pondéré - 12m		12,00	8,28	45,0%
Comparables boursiers				
Direct				
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	7,37	62,9%
ANR publié	30-juin-12	12,00	7,09	69,4%
Retail park				
ANR estimé	31-déc.-12	12,00	10,75	11,6%
ANR publié	30-juin-12	12,00	10,34	16,0%

De nos travaux nous concluons que :

- le prix offert de 12 € extériorise une décote sur l'ANR ; celle-ci reste néanmoins inférieure à la décote constatée historiquement sur Foncière Sépric ;
- la référence au cours met en avant une prime significative ;
- l'approche de recoupement (comparables boursiers) conforte l'existence d'une prime.

L'OPA subsidiaire permet par ailleurs d'assurer aux actionnaires minoritaires une liquidité de sortie pour leurs actions, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors.

4 ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de CACIB et avons discuté avec leurs auteurs, des calculs effectués et des conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'établissement présentateur a eu recours.

Les principales différences méthodologiques identifiées portent sur les éléments suivants :

4.1 Application de la parité d'échange

Dans le calcul de la valeur induite de Foncière Sépric par la parité d'échange proposée, l'établissement présentateur précise que la formule d'échange doit être minorée de 0,40 € au titre du coupon attaché, le rapport d'échange augmenté de la soulte prenant déjà en compte le paiement de ces 0,40 €.

4.2 Détermination de l'ANR

CACIB s'est appuyé sur les derniers ANR publiés par la Cible et l'Initiateur au 30 juin 2012.

Nous avons pour notre part estimé un ANR à la date la plus récente.

4.3 Date de détermination du cours moyen pondéré

CACIB a retenu la date du 2 novembre 2012, soit la veille du communiqué de Patrimoine et Commerce annonçant le projet de rapprochement du 5 novembre 2012.

Nous avons pour notre part retenu dans le cadre de nos travaux sur la Foncière Sépric la date du 1^{er} novembre 2012, en raison d'un volume d'échange de 1.001 actions identifié en date du 2 novembre 2012, supérieur au volume journalier sur la période encadrant cette date.

4.4 Bases de calculs du cours moyen pondéré par les volumes

Les informations historiques sur les cours et les volumes échangés utilisés par CACIB sont issues de Datastream.

Nos données sont quant à elles extraites du site de NYSE Euronext.

Nous avons identifié des volumes sur les titres de la Cible dans les bases NYSE Euronext qui n'étaient pas repris dans Datastream. Il s'agit principalement de :

- 50.001 actions échangées en date du 5 juin 2012 ;
- et 71.889 actions échangées en date du 11 juillet 2012.

4.5 Sélection des comparables

L'Initiateur ne figure pas dans l'échantillon de CACIB.

Dans le cadre de l'appréciation de l'OPA subsidiaire, nous avons estimé que Patrimoine et Commerce pouvait être retenu en tant que comparable, bien qu'étant l'Initiateur.

Par ailleurs, nous n'avons pas retenu dans notre échantillon de sociétés comparables la société Ascencio sélectionnée par CACIB, son portefeuille étant exclusivement composé d'actifs localisés en Belgique⁵⁸.

⁵⁸ Part France de 31% sur base de la juste valeur pour l'exercice clôturé au 30 septembre 2012 (www.ascencio.be).

5 CONCLUSION

A l'issue de nos travaux sur les éléments d'appréciation de l'Offre, nous retenons les points suivants :

En ce qui concerne l'Offre Mixte Principale :

- le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale offre les mêmes conditions que celles obtenues par les actionnaires majoritaires dans le cadre des Apports ;
- aucun complément de prix n'a été accordé aux actionnaires majoritaires lors des Apports ;
- ce rapport d'échange offre une prime par rapport au critère de référence de l'ANR ;
- cette opération permet aux actionnaires de Foncière Sépric de devenir actionnaires d'une société dotée d'un portefeuille d'actifs élargi et engagée dans une stratégie de développement rapide.

En ce qui concerne l'OPA subsidiaire :

- l'OPA subsidiaire permet aux actionnaires de Foncière Sépric de bénéficier d'une liquidité de leur participation, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors, dans la limite du plafond global de 462.000 actions ;
- à cette liquidité est associée la présence d'une prime significative sur le cours, induite par le prix d'offre ;
- le prix d'offre extériorise une décote sur l'ANR inférieure à la décote constatée habituellement sur le titre Foncière Sépric.

En ce qui concerne les deux branches de l'Offre :

- les actions susceptibles d'être émises par l'exercice des Options de Souscription ne peuvent bénéficier du dividende de 0,40 € mis en paiement le 28 mars 2013 ;
- en conséquence le montant en numéraire versé dans le cadre de l'Offre Publique Mixte et de l'OPA subsidiaire pour chacune de ces actions sera réduit de 0,40 €.

En synthèse, en l'absence de toute perspective de retrait obligatoire, nous sommes d'avis que :

- le rapport d'échange de l'Offre Mixte Principale de 11 actions Patrimoine et Commerce (coupon 2012 attaché) pour 20 actions Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché), complété d'une soulte de 0,91 € pour chaque action Foncière Sépric apportée,
- et le prix proposé de 12 € par action Foncière Sépric (coupon 2011/2012 attaché) dans le cadre de l'OPA subsidiaire,

sont équitables pour des actionnaires minoritaires apportant leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte.

Fait à Paris, le 22 janvier 2013.

Dominique Ledouble

Sébastien Sancho

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA Annexe 1
- Calendrier de l'étude Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées
par Ledouble SA Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble SA Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières
réalisées par Ledouble SA Annexe 6
- Comparables *retail park* Annexe 7

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse des Apports réalisés préalablement à l'Opération et de leur cadre juridique
- analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- entretiens avec le représentant de la Cible en la personne de son Président (M. Christophe Clamageran) et du représentant de l'Initiateur en la personne de deux de ses gérants (M. Christophe Clamageran et M. Dominique Jouaillec)
- exploitation de l'analyse des termes de l'Offre et des éléments d'évaluation recueillis auprès de l'établissement présentateur

2. Travaux de valorisation

- examen de la construction des résultats prévisionnels de la Cible et de l'Initiateur au 31 décembre 2012
- constitution d'un panel de « comparables »
- recherche de références et de multiples transactionnels
- approches d'évaluation multicritères

3. Rapport d'expertise

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et de propositions de lettres d'affirmation destinées au management de la Cible et de l'Initiateur
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble SA en date du 26 décembre 2012 s'établit à 70.000 € (hors taxes et frais de mission).

Annexe 2 : Calendrier de l'étude

Semaine du 10 décembre 2012

- Désignation de l'expert par le Conseil d'administration
- Prise de connaissance de l'Opération
- Lecture des communiqués de presse
- Prise de connaissance des informations publiques disponibles, notamment en ce qui concerne les Apports

Semaine du 17 décembre 2012

- Demandes d'informations
- Analyse historique comptable et financière de la Cible et de l'Initiateur
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Cible et de l'Initiateur

Semaines du 24 et du 31 décembre 2012

- Contacts avec l'un des commissaires aux apports
- Analyse des études sectorielles
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables

Semaine du 7 janvier 2013

- Demandes d'informations complémentaires
- Réception et exploitation de la documentation relative aux Apports
- Analyse du projet de note d'information
- Mise en œuvre d'approches d'évaluation multicritères
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'établissement présentateur

Semaine du 14 janvier 2013

- Travaux d'évaluation
- Entretien et échanges avec l'établissement présentateur
- Entretien avec les représentants du cabinet d'expertise immobilière
- Entretien et échanges avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur
- Actualisation des travaux d'évaluation en fonction des dernières informations disponibles
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante

Semaine du 21 janvier 2013

- Rédaction du texte définitif du rapport d'expertise indépendante
- Finalisation du texte des lettres d'affirmation à l'attention de la Cible et de l'Initiateur et retour de ces documents après signature

- Diffusion du rapport d'expertise indépendante en vue du Conseil d'administration entérinant l'Offre et de l'insertion dans le projet de note d'informations en réponse destiné à l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA

Foncière Sépric

- | | |
|-------------------------|------------------------------------|
| - Christophe Clamageran | <i>Président Directeur Général</i> |
|-------------------------|------------------------------------|

Patrimoine et Commerce

- | | |
|-------------------------|---------------------------|
| - Christophe Clamageran | <i>Gérant</i> |
| - Dominique Jouaillec | <i>Gérant</i> |
| - Frédéric Lamoureux | <i>Secrétaire Général</i> |

CACIB

- | | |
|---------------------|--------------------------|
| - Pierre Marlier | <i>Managing Director</i> |
| - Sébastien Eymard | <i>Director</i> |
| - Alexandra Loubier | <i>Associate</i> |

Cabinet Villey Girard Grolleaud

- | | |
|------------------|---------------|
| - Pascale Girard | <i>Avocat</i> |
|------------------|---------------|

Cabinet Cushman & Wakefield Expertise

- | | |
|-------------------------------|----------------|
| - Philippe Guillerm | <i>Partner</i> |
| - Delphine Besnier-Barthelemy | <i>Expert</i> |

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Projets de notes d'informations présentées à l'AMF

- Projets de note d'information de l'Initiateur relative à l'offre publique mixte simplifiée à titre principal assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire dans la limite de 462 000 actions visant les actions de la société Foncière Sépric présentée par CACIB.
- Projet de note en réponse de la Cible

Documentation juridique en lien avec les Apports

- Traités d'apport des titres Foncière Sépric par les familles Vergely et Robbe (27 novembre 2012)
- Rapports des commissaires aux apports sur les apports des familles Vergely et Robbe (30 novembre 2012)
- Rapport d'évaluation des sociétés Groupe Sépric, Sépric Investissements et Sépric Immobilier Bulle établi par M. Berthou, expert indépendant (novembre 2012)
- Protocole d'accord portant résiliation du contrat de délégation de gestion du 22 octobre 2008 (29 novembre 2012)
- Contrat de délégation de gestion (22 octobre 2008) et ses quatre avenants (7 janvier 2009, 27 juillet 2010, 28 septembre 2011 et 22 février 2012)
- Contrats annuel d'assistance BMR et Pentagone (29 novembre 2012)
- Convention de cession d'actions et de comptes courants de Pentagone et BMR à Orion Investissement, acte de cession de créance de Pentagone à Orion Investissement et acte de cession de créance de B.M.R. à Orion Investissement (12 décembre 2012)
- Protocole de cession des actions et comptes courants des sociétés Sépric Investissement et Sépric Immobilier Bulle entre Orion Investissement SARL et Financière EUREPA SARL (19 décembre 2012)

Documentation de l'Initiateur

Juridique

- Procès-verbaux des assemblées générales (2011-2012⁵⁹)
- Procès-verbaux des conseils de surveillance (2012⁶⁰)
- Rapport de la gérance à l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2012

⁵⁹ Jusqu'au 21 décembre 2012.

⁶⁰ Jusqu'au 26 novembre 2012.

- Règlement du plan d'attribution gratuite d'actions de Patrimoine et Commerce adopté le 30 novembre 2012

Financière

- Document d'enregistrement mis à la disposition du public à l'occasion de l'émission des actions Patrimoine et Commerce en rémunération des Apports (5 décembre 2012)
- Document de référence au 29 novembre 2012
- Rapports financiers annuels et semestriels
- Résultat 2012 budgété
- Evaluation détaillée du portefeuille d'actifs au 30 juin 2012 réalisée par l'expert immobilier

Documentation de la Cible

Juridique

- Procès-verbaux des assemblées générales (2011-2012⁶¹)
- Procès-verbaux des conseils d'administration (2011-2012⁶²)

Financière

- Rapports financiers annuels et semestriels
- Résultat 2012 budgété
- Note d'introduction en bourse du 10 décembre 2008
- Evaluation détaillée du portefeuille d'actifs au 30 juin 2012 réalisée par l'expert immobilier

Travaux de l'établissement présentateur

- « Projet Louisiane – rapport de valorisation – janvier 2013 »

Bases de données

- Thomson One Banker
- InFinancials
- Xerfi 700

⁶¹ Jusqu'au 12 décembre 2012.

⁶² Jusqu'au 20 décembre 2012.

Informations en ligne

- www.fonciere-sepric.com
- www.patrimoine-commerce.com
- www.ieif.fr

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des dernières années figurent en **annexe 6**. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (62 ans), Président de Ledouble SA

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM et chargé de cours à Sciences-Po

Sébastien SANCHO (35 ans), Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Titulaire du Master de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris Dauphine et de l'*Islamic Finance Qualification*
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

Charles DEGRASSAT (26 ans)

- Master professionnel ingénierie financière et stratégie fiscale à la Sorbonne
- Master de finance à l'Université Paris-Dauphine
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

Olivier CRETTE (48 ans), Associé en charge de la revue indépendante

Olivier Crette n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble SA conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)

- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées
- Chargé d'enseignement au CNAM, à l'IAE de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Banque présentatrice</u>
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Eurosic	Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance
2007	XRT	BNP Paribas
2007	Aufeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate Finance
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale

Annexe 7 : Comparables retail park

Altarea Cogedim

Cette société française intervient à la fois sur des activités de foncière via un portefeuille de centres commerciaux et de *retail parks Family Village* (**2 535 M€⁶³ au 30 juin 2012**) mais également sur des activités de promotion de logements et auprès d'investisseurs institutionnels sur le marché de l'immobilier de bureaux en qualité de promoteur, maître d'ouvrage délégué ou de gestionnaire.

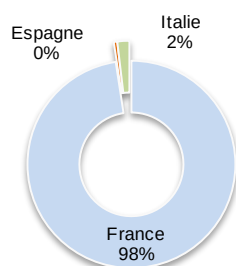
A la suite de l'acquisition en février 2012 d'une participation majoritaire dans la société RueduCommerce (détention indirecte de 77,4% du capital au 30 juin 2012), la société tire dorénavant son revenu de ses centres commerciaux physiques mais également d'une activité *online*.

La société est cotée depuis 2004 sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment A) et présente une capitalisation boursière de l'ordre de **1,3 Md€**.

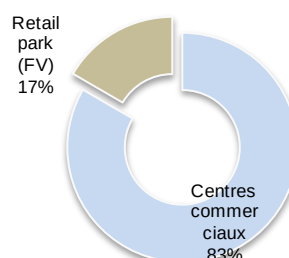
Les contributions de ces activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

Altarea Cogedim					
30-juin-12	Chiffre d'affaires (M€)		Résultat opérationnel (M€)		% Résultat opérationnel
	6m		6m		6m
Commerces physiques	93,3	13%	79,6	68%	85%
Commerces "online"	132,3	18%	(6,0)	-5%	(5%)
Logements	451,2	62%	42,8	37%	9%
Bureaux	51,3	7%	1,3	1%	3%
Autres	0	0%	(1,0)	-1%	
Total	728,1	100%	116,7	100%	16%

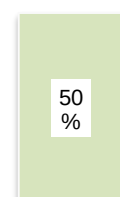
Chiffre d'affaires - 30 juin 2012



Portefeuille - 30 juin 2012



% LTV - 30 juin 2012



Frey

Cette société française dispose à titre principal d'une activité foncière sur un portefeuille de centres commerciaux et de *retail parks* (**224,5 M€ au 30 juin 2012**) et intervient également sur la promotion immobilière (création de *retail parks*).

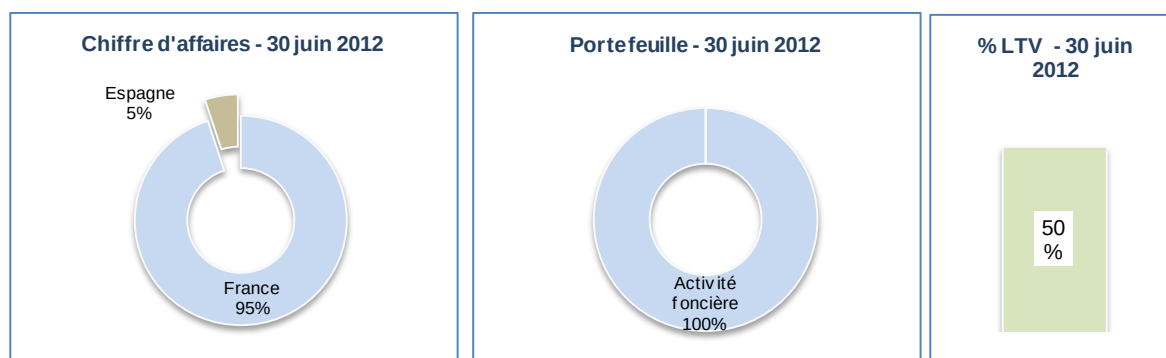
⁶³ Quote-part du portefeuille.

Frey suit actuellement une stratégie offensive de développement autour du concept de parc environnemental *Greencenter* et prévoit ainsi de développer, au cours des deux prochaines années, 13 projets identifiés d'une superficie totale de 182.400 m², soit plus que le patrimoine actuel⁶⁴. Cet événement est pris en compte par le marché via une surcote sur l'ANR.

La société est cotée depuis 2008 sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment C) et présente une capitalisation boursière de l'ordre de **0,1 Md€**.

Les contributions de ces différentes activités au 30 juin 2012 (6 mois d'activité) sont les suivantes :

Frey					
30-juin-12	Chiffre d'affaires (M€)		Résultat opérationnel (M€)		% Résultat opérationnel
	6m		6m		6m
Activité foncière	7,5	38%	5,2	168%	69%
Activité de promotion	12	61%	(0,8)	-26%	(7%)
Autres	0,2	1%	(1,3)	-42%	(650%)
Total	19,7	100%	3,1	100%	16%



⁶⁴ 134.000 m² au 30 juin 2012.