

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
INITIEE PAR LA SOCIETE



PRESENTEE PAR



BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 23 mars 2015, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son Règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

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

AVERTISSEMENT

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de Foncière des Murs (www.foncieredesmurs.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de Foncière des Murs (30, avenue Kléber, 75116 Paris).

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

Sommaire

1. PRESENTATION DE L'OFFRE DEPOSEE PAR FONCIERE DES REGIONS	4
1.1. Présentation de l'Offre.....	4
1.2. Contexte de l'Offre.....	5
1.2.1. Présentation de l'Initiateur	5
1.2.2. Présentation de la Société objet de l'Offre.....	5
1.2.3. Modalités d'acquisition des blocs d'actions.....	5
1.3. Rappel des termes de l'Offre	6
1.3.1. Termes de l'Offre.....	6
1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	7
1.3.3. Déroulement de l'Offre	7
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS.....	8
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS	9
4. INTENTIONS DE FONCIERE DES MURS RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES.....	9
5. OBSERVATION DE L'UNITE ECONOMIQUE ET SOCIALE.....	9
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	9
7. ELEMENTS CONCERNANT FONCIERE DES MURS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	10
7.1. Structure et répartition du capital de Foncière des Murs	10
7.2. 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	11
7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	11
7.2.2. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	11
7.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	12
7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 12	
7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	13
7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	13
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	13

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance	13
7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts	13
7.8. Pouvoirs du gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	14
7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Foncière des Murs.....	15
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	15
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DES MURS	56
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.	56

1. PRESENTATION DE L'OFFRE DEPOSEE PAR FONCIERE DES REGIONS

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants et 234-2 du Règlement général de l'AMF, la société Foncière des Régions, société anonyme à conseil d'administration au capital de 199.803.837 euros dont le siège social est situé 18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060 (l'« **Initiateur** » ou « **Foncière des Régions** » ou « **FDR** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous les codes ISIN FR0000064578 pour les actions existantes et FR0012476281 pour les Actions Nouvelles, telles que définies au paragraphe 1.1.2. du projet de note d'information déposée par l'Initiateur le 16 mars 2015 (le « **Projet de Note d'Information** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Foncière des Murs, société en commandite par actions au capital de 296.415.852 euros, dont le siège social est situé 30, avenue Kléber, 75116 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 955 515 895, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000060303 (« **Foncière des Murs** », « **FDM** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions FDM dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») et pour un prix de 23 euros par action (dividende attaché).

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement ou indirectement 31.898.249 actions de FDM, représentant 43,05 % du capital et des droits de vote de la Société. En conséquence, l'Offre vise la totalité des actions de la Société non encore détenues directement ou indirectement par FDR, soit à la connaissance de l'Initiateur, à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 42.205.714 actions, en ce compris la totalité des actions auto-détenues par la Société, soit 2.623 actions représentant 0,0035 % du capital de la Société.

A la connaissance de l'Initiateur, 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 sera réalisée selon la procédure normale conformément aux articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 23 février 2015, dans les conditions décrites au paragraphe 1.2.3. du présent projet de note en réponse, de 10.805.662 actions représentant 14,58 % du capital et des droits de vote de la Société, ayant conduit l'Initiateur à franchir à la même date les seuils de 30 % et du tiers du capital et des droits de vote de la Société, et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF.

BNP Paribas Corporate & Institutional Banking (« **BNP Paribas** »), en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur a déposé le Projet de Note d'Information le 16 mars 2015. BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Foncière des Murs, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

Foncière des Régions est une société foncière ayant opté pour le régime fiscal des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (« **SIIC** »), spécialisée à titre principal dans l'acquisition, la construction, l'exploitation et la mise en valeur par voie de location, d'immeubles, terrains et droits assimilés, la détention de participations dans des sociétés dont l'objet principal est l'exploitation d'un patrimoine immobilier locatif ainsi que l'animation, la gestion et l'assistance de telles personnes ou sociétés. Elle détient, au 31 décembre 2014, un patrimoine (part du groupe) d'une valeur d'expertise totale de 9,8 milliards d'euros, réparti en France et en Europe et focalisé sur le secteur des Bureaux, loués aux grandes entreprises et comprenant deux diversifications sur des marchés solides et porteurs que sont le Résidentiel en Allemagne et les Hôtels/Murs d'exploitation.

Foncière des Régions s'appuie sur une stratégie partenariale avec une base locative constituée de grandes signatures (Suez Environnement, Thales, Dassault Systèmes, Orange, EDF, IBM, Eiffage, Accor, Telecom Italia, ...). La politique d'investissement de la société privilégie les partenariats avec des opérateurs leaders de leur secteur d'activité, en vue d'offrir un rendement récurrent à ses actionnaires.

1.2.2. Présentation de la Société objet de l'Offre

Foncière des Murs est une société foncière ayant opté pour le régime SIIC, spécialisée dans la détention de murs d'exploitation notamment dans les secteurs de l'hôtellerie, de la restauration, de la santé et des loisirs. Elle détient, au 31 décembre 2014, un patrimoine composé de 536 actifs d'une valeur d'expertise totale de 3,2 milliards d'euros, répartis en France et en Europe.

1.2.3. Modalités d'acquisition des blocs d'actions

A la date du 20 février 2015, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote	% droit de vote
Foncière des Régions	21.092.587	28,46 %	21.092.587	28,46 %
Groupe Generali	15.238.385	20,56 %	15.238.385	20,56 %
Predica	11.127.859	15,02 %	11.127.859	15,02 %
ACM Vie	10.606.197	14,31 %	10.606.197	14,31 %
Cardif Assurance Vie	7.559.812	10,20 %	7.559.812	10,20 %
Pacifica	1.654.189	2,23 %	1.654.189	2,23 %
Auto-détention	2.623	0,00 %	-	-
Flottant	6.822.311	9,21 %	6.822.311	9,21 %
Total	74.103.963	100 %	74.101.340	100 %

A l'issue de discussions relatives au renforcement de l'Initiateur dans le marché porteur de l'investissement hôtelier, Foncière des Régions a acquis hors marché, le 23 février 2015, auprès de (i) Generali Vie, Generali IARD, e-cie-vie et Generali France Assurances (le « **Groupe Generali** ») et (ii) d'ACM Vie, deux blocs d'actions représentant respectivement 10,28 % et 4,30 % du capital et des droits de vote de FDM

(les « **Blocs d'Actions** »), soit au total 14,58 % du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 23 euros par action de FDM¹, selon la répartition suivante :

Actionnaires cédants	Actions acquises	Prix d'acquisition
Generali Vie	5.587.404	128.510.292 €
Generali IARD	578.020	13.294.460 €
e-cie vie	1.453.764	33.436.572 €
Generali France Assurances	4	92 €
ACM Vie	3.186.470	73.288.810 €
Total	10.805.662	248.530.226 €

L'acquisition des Blocs d'Actions a été financée, au même titre que ses investissements de l'année et ses projets de croissance dans chacun de ses métiers (bureau, résidentiel, hôtellerie), par les ressources disponibles de l'Initiateur, et sera refinancée en partie par une augmentation de capital d'environ 255 millions d'euros annoncée le 20 février 2015, dont les modalités sont présentées dans la note d'opération ayant reçu le visa n° 15-063 de l'AMF en date du 25 février 2015. Les actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital (les « **Actions Nouvelles** ») font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur Euronext Paris prévue le 23 mars 2015, sur une deuxième ligne de cotation (code ISIN FR0012476281). L'ensemble des actions existantes et des Actions Nouvelles seront négociées sur une seule ligne de cotation après le détachement du dividende 2014 de Foncière des Régions devant intervenir le 24 avril 2015.

L'Initiateur, qui détenait avant l'acquisition des Blocs d'Actions 21.092.587 actions représentant 28,46 % du capital et des droits de vote de Foncière des Murs, a ainsi vu sa participation au capital de la Société augmenter de 28,46 % à 43,05 %.

En conséquence, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse, le 23 février 2015, les seuils de 30 % et du tiers du capital et des droits de vote de FDM et détenir, à la date du Projet de Note d'Information, 31.898.249 actions représentant 43,05 %² du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à la réglementation boursière et en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déposé le projet d'Offre.

1.3. Rappel des termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 16 mars 2015 sous la forme d'une offre publique d'achat portant sur l'intégralité des actions de la Société non encore détenues, directement ou indirectement, par ce dernier.

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

¹ Aucune clause de complément de prix ni d'ajustement du prix n'est prévue aux termes de ces contrats de cession d'actions

² Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à celle-ci, au prix de 23 euros par action (dividende attaché) pendant une période de vingt cinq (25) jours de négociation.

BNP Paribas, en qualité de banque présentatrice, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 31.898.249 actions Foncière des Murs représentant 43,05 % du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de Foncière des Murs et non encore détenus, directement ou indirectement, par Foncière des Régions, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 42.205.714 actions de FDM en ce compris la totalité des 2.623 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,0035 % du capital et des droits de vote de la Société.

Il est précisé que ce chiffre inclut les 35.380.780 actions de Foncière des Murs détenues par Predica, Generali Vie, Cardif Assurance Vie, Pacifica, et ACM Vie, faisant l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre décrits au paragraphe 1.1.5. du Projet de Note d'Information.

Les termes de l'Offre ont été approuvés par le Conseil d'administration de l'Initiateur en date du 19 février 2015.

1.3.3. Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture, un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 232-2 du Règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son Règlement général. L'Offre sera centralisée par Euronext Paris.

En application de l'article 232-4 du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre si elle connaît une suite positive, et ce pour une période d'au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »). Les termes de l'Offre Réouverte demeureront identiques à ceux de l'Offre.

L'AMF fera connaître les résultats de l'Offre par un avis qui sera publié au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre. Euronext Paris indiquera dans un avis les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

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

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 2.4. 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.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS

A la date du présent projet de note en réponse, la Société est dirigée par son gérant commandité, FDM Gestion, société par actions simplifiée au capital de 37.000 euros dont le siège social est sis 30, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 450 140 298 et représentée par M. Dominique Ozanne.

Le gérant commandité exerce ses fonctions sous le contrôle du Conseil de surveillance de la Société, composé à la date du présent projet de note en réponse t FDR détient 100 % du capital et des droits de vote de placer lesdites actions sous séquestre à compter de ce jour et de onze (11) membres : M. Christophe Kullmann, M. Olivier Estève, Mme. Françoise Debrus, Foncière des Régions représentée par Mme. Audrey Camus, Pacifica SA représentée par M. Pierrick Louis, Predica représentée par M. Emeric Servin, ACM Vie SA représentée par M. François Morrisson, Generali Vie représentée par M. Sébastien Pezet, Cardif Assurance Vie représentée par Mme. Nathalie Robin, GFR Blériot représentée par Mme. Marion Pignol ³ et M. Jean Luchet.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 20 mars 2015 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

9 membres sur 10 étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. Christophe Kullmann, en sa qualité de président du Conseil de surveillance. Le Conseil de surveillance a rendu à l'unanimité des membres présents ou représentés, sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, l'avis suivant :

« Après avoir pris connaissance (i) du projet de note d'information établi par la société Foncière des Régions qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas Corporate & Institutional Banking, (ii) du rapport de M. Olivier Grivillers, désigné en qualité d'expert indépendant, ainsi que (iii) de l'avis motivé du comité d'entreprise, lequel a rendu un avis favorable, et après avoir constaté que :

- *FDR a acquis hors marché, le 23 février 2015, auprès du Groupe Generali et d'ACM Vie, deux blocs d'actions représentant respectivement 10,28 % et 4,30 % du capital et des droits de vote de la Société, soit au total 14,58 % du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 23 euros par action ;*
- *FDR, qui a ainsi vu sa participation au capital de la Société augmenter de 28,46 % à 43,05 % a, en conséquence, (i) déclaré avoir franchi à la hausse, le 23 février 2015, les seuils de 30 % et du tiers du capital et des droits de vote de la Société et (ii) déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, conformément à la réglementation boursière et en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF ;*

le Conseil de surveillance :

- *prend acte que FDR entend poursuivre la stratégie de développement et de rotation dynamique du patrimoine avec un niveau d'endettement modéré ainsi que la politique de la Société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines. A cet égard le Conseil de surveillance note que FDR souhaite conserver le savoir-faire des*

³ A la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc d'actions auprès du Groupe Generali représentant 50 % de la participation de ce dernier au capital de la Société, tel que décrit au paragraphe 1.2.3 du présent projet de note en réponse, Generali France Assurances a démissionné de ses fonctions de membre du Conseil de surveillance de la Société, avec effet immédiat, le 24 février 2015. La société GFR BLERIOT, société unipersonnelle à responsabilité limitée au capital de 37.000 euros dont le siège social est sis 30, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 167 209 a été proposée à la cooptation au sein du Conseil de surveillance lors de sa séance du 20 mars 2015. Cette cooptation sera soumise à la ratification de l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 10 avril 2015, en remplacement du membre démissionnaire, portant ainsi à quatre (4) le nombre de membres du Conseil de surveillance représentant l'Initiateur au sein du Conseil de surveillance de la Société. Foncière des Régions détient l'intégralité du capital et des droits de vote de la société GFR BLERIOT

équipes et du management et entend notamment maintenir les emplois du personnel et des dirigeants, les salariés de la Société faisant d'ores et déjà partie de l'unité économique et sociale (UES) Foncière des Régions ;

- *prend également acte que les cinq (5) actionnaires principaux de la Société (Predica, Pacifica, Generali Vie, Cardif Assurance Vie et ACM Vie), représentant ensemble 47,74 % du capital de la Société, se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre et à ne pas les céder pendant la période d'Offre ;*
- *constate que l'expert indépendant conclut que « les termes de l'Offre Publique d'Achat proposant un prix de 23 euros par action FDM apportée, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Foncière des Murs ».*

En conséquence, le Conseil de surveillance constate que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité des membres présents ou représentés, d'émettre un avis favorable sur l'Offre.

Le Conseil de surveillance recommande, à l'unanimité des membres présents ou représentés, aux actionnaires de la Société souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate, à un prix attractif, d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Président demande alors aux membres présents ou représentés, conformément à la réglementation applicable, d'indiquer leur intention à l'égard de l'Offre : Predica, Pacifica, Generali Vie, Cardif Assurance Vie et ACM Vie, qui ont d'ores et déjà fait part de leurs engagements de non apport à l'Offre, confirment au Conseil de surveillance leur intention de conserver leurs titres.

Les membres du Conseil de surveillance autres que ceux ayant déjà conclu un engagement de non-apport ont également fait part de leur intention de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil de surveillance décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, de ne pas apporter à l'Offre les 2.623 actions auto-détenues. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS

Lors de la réunion du Conseil de surveillance de la Société en date du 20 mars 2015, les membres du Conseil de surveillance de la Société autres que ceux ayant déjà conclu un engagement d'apport ou de non-apport, tels que présentés à la section 6 ci-après ont fait part de leur intention de ne pas apporter leurs actions FDM à l'Offre.

4. INTENTIONS DE FONCIERE DES MURS RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

Les 2.623 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre.

5. OBSERVATION DE L'UNITE ECONOMIQUE ET SOCIALE

L'Unité économique et sociale de Foncière des Régions s'est réunie pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du Projet de Note d'Information préalablement à l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions législatives applicables et a rendu un avis favorable le 19 mars 2015.

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

Certains actionnaires de la Société, présents ou représentés au Conseil de surveillance de la Société, ont, indiqué ne pas souhaiter participer à l'Offre et ont pris l'engagement sous certaines conditions (voir paragraphe 1.1.5. du Projet de Note d'Information), de ne pas y apporter leurs actions et de ne pas les céder durant la période d'Offre. Ainsi :

- Predica, société anonyme au capital de 986.033.325 euros dont le siège social est sis 50/56 rue de la Procession, 75015 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous

le numéro 334 028 123, a pris l'engagement, en date du 16 février 2015, de ne pas apporter à l'Offre les 11.127.859 actions de FDM qu'elle détient représentant 15,02 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions de FDM ;

- Generali Vie, société anonyme au capital de 299.197.104 euros, dont le siège social est sis 11 boulevard Haussmann, 75009 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 602 062 481, a pris l'engagement, en date du 23 février 2015, de ne pas apporter à l'Offre les 7.619.193 actions de FDM qu'elle détient représentant 10,28 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions de FDM ;
- Cardif Assurance Vie, société anonyme au capital de 717.559.216 euros, dont le siège social est sis 1 boulevard Haussmann, 75009 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 723 028 154, a pris l'engagement, en date du 18 février 2015, de ne pas apporter à l'Offre les 7.559.812 actions de FDM qu'elle détient représentant 10,20 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions de FDM ;
- Pacifica, société anonyme au capital de 252.432.825 euros, dont le siège social est sis 8/10 boulevard Vaugirard, 75724 Paris Cedex 15 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 352 358 865, a pris l'engagement, en date du 17 février 2015, de ne pas apporter à l'Offre 1.654.189 actions de FDM qu'elle détient représentant 2,23 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions de e icleur a déposé le présent projet d're et en application notammnet des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l' FDM⁴ ;
- ACM Vie, société anonyme au capital de 614.318.240 euros, dont le siège social est sis 34 rue du Wacken, 67000 Strasbourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Strasbourg sous le numéro 332 377 597, a pris l'engagement, en date du 18 février 2015, de ne pas apporter à l'Offre les 7.419.727 actions de FDM qu'elle détient représentant 10,01 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions de FDM.

7. ELEMENTS CONCERNANT FONCIERE DES MURS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

7.1. Structure et répartition du capital de Foncière des Murs

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Foncière des Murs s'élève à 296.415.852 euros, divisé en 74.103.963 actions de 4 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. La répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote	% droit de vote
Foncière des Régions	31.898.249	43,05 %	31.898.249	43,05 %
Predica	11.127.859	15,02 %	11.127.859	15,02 %
Generali Vie	7.619.193	10,28 %	7.619.193	10,28 %
Cardif Assurance Vie	7.559.812	10,20 %	7.559.812	10,20 %
ACM Vie	7.419.727	10,01 %	7.419.727	10,01 %
Pacifica	1.654.189	2,23 %	1.654.189	2,23 %

⁴ L'engagement de non apport pris par Cardif Assurance Vie à été réitéré en date du 19 mars 2015 avec pour seule modification le report de la date limite de validité dudit engagement du 30 juin 2015 au 31 décembre 2015

Auto-détention	2.623	0,00 %	-	-
Flottant	6.822.311	9,21 %	6.822.311	9,21 %
Total	74.103.963	100 %	74.101.340	100 %

7.2. **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**

7.2.1. **Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions**

i) **Obligation de mise au nominatif**

L'article 8 des statuts de la Société prévoit que « *Tout actionnaire, autre qu'une personne physique venant à détenir, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, un pourcentage des droits à dividende de la Société au moins égal à celui visé à l'article 208 C II ter du Code général des impôts (un « **Actionnaire Concerné** ») devra impérativement inscrire l'intégralité des actions dont il est lui-même propriétaire au nominatif et faire en sorte que les entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce inscrivent l'intégralité des actions dont elles sont propriétaires au nominatif. Tout Actionnaire Concerné qui ne se conformerait à cette obligation, au plus tard le troisième jour ouvré précédant la date de toute assemblée générale des actionnaires de la Société, verrait les droits de vote qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, plafonnés, lors de l'assemblée générale concernée, au dixième du nombre d'actions qu'ils détiennent respectivement. L'Actionnaire Concerné susvisé, retrouvera l'intégralité des droits de vote attachés aux actions qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, lors de la plus prochaine assemblée générale des actionnaires, sous réserve de la régularisation de sa situation par inscription de l'intégralité des actions, qu'il détient, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, sous la forme nominative, au plus tard le troisième jour ouvré précédant cette assemblée générale.* ».

Foncière des Murs a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 9bis des statuts de la Société), en vertu de laquelle « *Sans préjudice des dispositions visées à l'article L. 233-7 du Code de commerce, toute personne qui vient à posséder directement ou indirectement, au sens des dispositions dudit article L. 233-7, au moins 1 % des droits de vote est tenue, dans les cinq (5) jours de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège social le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède.* ».

Cette déclaration devra être renouvelée dans les conditions ci-dessus prévues chaque fois qu'un nouveau seuil de 1 % sera franchi.

A défaut d'avoir été régulièrement déclarées dans les conditions ci-dessus exposées, les actions excédant la fraction qui aurait du être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification, à la demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital social. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'auraient pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant ».

7.2.2. **Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce**

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

7.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Au cours de l'exercice 2014 et depuis le début de l'exercice en cours, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux et statutaires suivants :

- par courrier reçu le 19 décembre 2014, la société Generali Vie a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi individuellement en baisse, le 21 novembre 2014, les seuils légaux de 20 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 13.206.597 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 17,82 % du capital et des droits de vote de la Société⁵ ;
- par courrier reçu le 5 janvier 2015, la société Generali Vie a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 21 novembre 2014, les seuils statutaires de 20%, 19% et 18% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 13.206.597 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 17,82 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier reçu le 5 janvier 2015, la société e-cie vie a déclaré avoir franchi à la hausse, le 21 novembre 2014, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 1.453.764 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 1,96 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier reçu le 27 février 2015, Foncière des Régions a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 23 février 2015, les seuils légaux de 30 % et du tiers du capital et des droits de vote de la Société ainsi que, par tranches successives de 1 %, les seuils statutaires de 29 % à 43 % du capital et des droits de vote de la Société. En conséquence, Foncière des Régions détenait, à cette date, 31.898.249 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 43,05 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier en date du 27 février 2015, la société ACM Vie a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 23 février 2015, par tranches successives de 1 %, les seuils statutaires de 14 % à 11 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 7.419.727 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 10,01 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier reçu le 2 mars 2015, le Groupe Generali a déclaré avoir franchi en baisse, le 25 février 2015, les seuils légaux de 20 % et 15 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 7.619.193 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 10,28 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier en date du 9 mars 2015, le Groupe Generali a déclaré avoir franchi en baisse, le 25 février 2015, par tranches successives de 1 %, les seuils statutaires de 20 % à 11% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date, 7.619.193 actions FDM représentant autant de droits de vote, soit 10,28 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier en date du 9 mars, la société e-cie vie a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 25 février 2015, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir, à cette date, aucune action de la Société.

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

Néant.

⁵ Sur la base d'un capital composé de 74.103.963 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

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

Néant.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Foncière des Murs, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil de surveillance résultent des dispositions légales applicables aux sociétés en commandite par actions ainsi que de l'article 12 des statuts de la Société.

Le Conseil de surveillance de Foncière des Murs est composé de trois (3) membres au moins. Chaque membre du Conseil de surveillance doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

Conformément aux stipulations de l'article 12, 3° des statuts de la Société, le nombre des membres du Conseil de surveillance ayant dépassé l'âge de 75 ans ne peut être supérieur au tiers (1/3) des membres en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le membre le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office.

Les membres du Conseil de surveillance sont nommés et révoqués par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, qui peut les révoquer à tout moment. La durée des fonctions d'un membre est de trois (3) ans renouvelables ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

Les membres du Conseil de surveillance sont toujours rééligibles, sous réserve des dispositions légales alors applicables ou celles des statuts de la Société, relatives notamment à leur âge.

En cas de vacance, par décès ou par démission, le Conseil de surveillance peut, avec l'accord préalable de la gérance, coopter à titre provisoire un ou plusieurs membres de remplacement ; il est tenu de le faire dans les quinze jours qui suivent la vacance si le nombre de ses membres tombe en dessous de trois (3).

Les nominations effectuées par le Conseil de surveillance 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 de surveillance et les actes accomplis antérieurement par lui ou les membres du Conseil de surveillance n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des membres du Conseil de surveillance est devenu inférieur au minimum légal, les membres restants doivent procéder à la cooptation de nouveaux membres dans les mêmes conditions qu'en cas de vacance

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société obéit aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

7.8. Pouvoirs du gérant, 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 de la Société, le gérant 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	Assemblée générale	Durée	Utilisation de la délégation
Autorisation pour décider l'augmentation du capital social de la Société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes pour un montant nominal de 28.200.000 €.	11 avril 2013 (8 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation d'augmenter le capital de la Société par émission d'actions et/ ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant maximal nominal de 128.400.000 € et autorisation donnée au Gérant pour décider l'augmentation de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription des actionnaires. Plafond nominal d'émission des valeurs mobilières fixés à 1.000.000.000 €.	11 avril 2013 (10 ^{ème} résolution)	26 mois	Augmentation de capital d'un montant nominal de 39.522.112 € en date du 31 octobre 2014
Autorisation d'émettre, par voie d'offres au public, des actions et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant maximal nominal de 38.500.000 € et autorisation donnée au Gérant pour décider l'augmentation de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (ce montant s'impute sur le plafond des 128.400.000 €).	11 avril 2013 (11 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation d'émettre par voie de placement privé (L411-2 du Code monétaire et financier) des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription pour un montant maximal nominal de 38.500.000 €.	11 avril 2013 (12 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital dans la limite de 10 % avec suppression du droit préférentiel de souscription en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou titres financiers donnant accès au capital pour un montant maximal nominal de 38.500.000 € (le montant s'impute sur le plafond des 128.400.000 €).	11 avril 2013 (14 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite d'un montant nominal de 38.500.000 €.	11 avril 2013 (15 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital en faveur des adhérents à un Plan d'Epargne Entreprise et des sociétés et groupements économique liés à la Société d'un montant nominal maximal avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite de 500.000 €.	11 avril 2013 (16 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de réaliser des opérations sur les propres actions de FDM dans la limite de 10 % du capital social.	16 avril 2014 (16 ^{ème} résolution)	18 mois	Néant
Autorisation de réduire le capital par annulation d'actions déjà détenues par la Société qu'elle pourrait acquérir dans le cadre	16 avril 2014	18 mois	Néant

du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale.	(17 ^{ème} résolution)		
---	--------------------------------	--	--

7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Foncière des Murs

L'Initiateur contrôle d'ores et déjà Foncière des Murs par le biais de l'unique gérant commandité de la Société FDM Gestion, filiale à 100 % de Foncière des Régions. Par conséquent, l'Offre n'impliquera pas de changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord conclu par Foncière des Murs susceptible d'être modifié ou résilié en cas de changement de contrôle de celle-ci.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnaient ou étaient licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International

HAF Audit & Conseil
85, rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@horwath.fr
www.horwath.fr

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT PORTANT SUR LES ACTIONS DE FONCIERE DES MURS INITIEE PAR FONCIERE DES REGIONS

Siège social : 15 rue de la Baume - 75008 Paris
Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SARL au capital de 100 000 € - RCS Paris B 413 817 743 - Siret 41381774300060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Audit | Commissariat aux comptes | Conseil | Expertise comptable

Sommaire

1	PRESENTATION DE L'OPERATION.....	20
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	20
1.1.1	Présentation de la société initiatrice.....	20
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	20
1.1.2.1	Caractéristiques	20
1.1.2.2	Patrimoine du groupe FDM	21
1.1.2.3	Performance financière historique de FDM	22
1.1.2.3.1	<i>Bilan simplifié de FDM</i>	22
1.1.2.3.2	<i>Compte de résultat de FDL</i>	23
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	24
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	24
1.2.2	Termes de l'Offre.....	25
2	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	26
2.1	Présentation d'HAF Audit & Conseil.....	26
2.1.1	Présentation générale.....	26
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes ».....	26
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois	27
2.3	Déclaration d'indépendance.....	27
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	28
2.5	Rémunération	28
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise.....	28
2.6.1	Programme de travail détaillé	28
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	29
2.6.3	Liste des personnes rencontrées	30
2.6.4	Informations utilisées	30
3	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE.....	31
3.1	Données structurant l'évaluation.....	31
3.1.1	Référentiel comptable	31
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions	31
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	31
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	31
3.2.2	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	31
3.2.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	32
3.2.4	Cours cible des analystes	32
3.3	Méthodes d'évaluation retenues	32
3.3.1	Méthodes d'évaluation retenues	32
3.3.2	Actif net réévalué triple net EPRA	32

3.3.2.1	Valorisation du portefeuille immobilier.....	33
3.3.2.1.1	<i>Experts immobiliers</i>	33
3.3.2.1.2	<i>Méthode d'évaluation</i>	34
3.3.2.2	Valeur de marché de la dette de FDM.....	34
3.3.2.3	Calcul de l'ANR triple net EPRA	34
3.3.3	Méthode du cours de bourse.....	35
3.3.3.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	35
3.3.3.2	Analyse du cours de bourse de l'action Foncière des Murs	36
3.3.3.3	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	37
3.3.4	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	39
3.3.4.1	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDM	39
3.3.4.1.1	<i>Echantillon de sociétés comparables retenues</i>	39
3.3.4.1.2	<i>Choix des multiples et multiples obtenus</i>	40
3.3.4.1.3	<i>Résultats</i>	42
3.3.5	Méthode des multiples observés sur des transactions comparables	42
3.3.5.1	Choix des transactions	42
3.3.5.2	Analyse des transactions	43
3.3.5.2.1	<i>Eurosic / SIIC de Paris</i>	43
3.3.5.2.2	<i>SMABTP / Société de la Tour Eiffel</i>	43
3.3.5.2.3	<i>Foncière des Régions / Foncière Développement Logements</i>	43
3.3.5.2.4	<i>Klépierre / Klémurs</i>	43
3.3.5.2.5	<i>Patrimoine et commerce / Foncière Sepric</i>	43
3.3.5.3	Méthode des multiples de primes / décotes d'ANR induits	44
3.3.5.3.1	<i>Eurosic / SIIC de Paris</i>	44
3.3.5.3.2	<i>SMABTP / Société de la Tour Eiffel</i>	44
3.3.5.3.3	<i>Foncière des Régions / Foncière Développement Logements</i>	44
3.3.5.3.4	<i>Klépierre / Klémurs</i>	45
3.3.5.3.5	<i>Patrimoine et commerce / Foncière Sepric</i>	45
3.3.5.4	Transactions comparables – synthèse des méthodes	45
3.3.6	Transactions récentes sur le capital	46
3.3.6.1	Augmentation de capital d'octobre 2014.....	46
3.3.6.2	Cession de bloc d'actions	47
3.4	Analyse des engagements de non apports.....	48
4	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	49
4.1	Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	49
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées	49
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues	50
4.2	Référence au cours de bourse	50
4.3	Méthode des transactions comparables	51
4.3.1	Choix de la transaction et méthodologie	51
4.3.2	Choix du multiple	51
4.3.3	Conclusion sur la méthode	51
4.4	Méthode des comparables boursiers	52
4.4.1	Choix des échantillons	52

4.4.2	Choix des multiples et méthodologie.....	52
4.4.3	Conclusion sur la méthode des comparables boursiers	53
5	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX PROPOSE.....	54

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International, a été désigné par le Conseil de Surveillance de la société Foncière des Murs le 23 février 2015 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat (OPA).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT PORTANT SUR LES ACTIONS DE
FONCIERE DES MURS
INITIEE PAR FONCIERE DES REGIONS**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (ci-après « l'Offre ») portant sur les actions de la société Foncière des Murs (ci-après « FDM ») et initiée par Foncière des Régions (ci-après « FDR »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par FDM, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil de Surveillance de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'initiateur qui détient environ 43,0% du capital social de la cible ayant des représentants au Conseil de Surveillance de celle-ci.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société FDM dans le cadre de l'Offre s'établit à 23€ par action (dividende attaché).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société FDM et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

FDR est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000064578.

FDR est une Société Immobilière d'Investissement Cotée (ci-après « SIIC ») qui détient et gère au 31 décembre 2014 un patrimoine part du groupe d'environ 9,8 milliard d'euros.

FDR est spécialisée à titre principal dans l'acquisition, la construction, l'exploitation et la mise en valeur par voie de location, d'immeubles, terrains et droits assimilés, la détention de participations dans des sociétés dont l'objet principal est l'exploitation d'un patrimoine immobilier locatif ainsi que l'animation, la gestion et l'assistance de telles personnes ou sociétés. Son patrimoine, réparti en France et en Europe et focalisé sur le secteur des bureaux, est loué aux grandes entreprises et comprend deux diversifications sur les marchés du résidentiel en Allemagne et les hôtels/murs d'exploitation.

FDR s'appuie sur une stratégie partenariale avec une base locative constituée de sociétés de taille importante (Suez Environnement, Thales, Dassault Systèmes, Orange, EDF, IBM, Eiffage, Accor, Telecom Italia, ...). La politique d'investissement de la société privilégie les partenariats avec des opérateurs leaders de leur secteur d'activité, en vue d'offrir un rendement récurrent à ses actionnaires.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

1.1.2.1 Caractéristiques

La société Foncière des Murs est une société en commandite par actions au capital de 296.415.852 euros dont le siège social est situé 30, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 955 515 895, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060303.

FDM est historiquement contrôlée par FDR par l'intermédiaire de FDM Gestion, gérant commandité. FDR consolide par ailleurs FDM par intégration globale.

FDM est spécialisée dans la détention de murs d'exploitation, notamment dans les secteurs de l'hôtellerie, de la santé et des commerces d'exploitation.

FDM s'est positionné comme un partenaire stratégique de groupes souhaitant :

- externaliser leur patrimoine immobilier notamment dans les domaines de l'hôtellerie, de la santé et des commerces d'exploitation ;
- faire gérer leur immobilier d'exploitation par des professionnels ;
- consacrer les ressources financières dégagées par l'externalisation au développement de leur cœur de métier.

La classification sectorielle des portefeuilles reflète les secteurs de reporting suivis par le management de FDM. Les secteurs sont au nombre de trois :

- Hôtellerie (Accor, B&B, Sunparks, Club Med, NH Hotels) ;
- Santé (Korian) ;
- Commerces d'exploitation (Quick, Courtepaille, Jardiland).

1.1.2.2 Patrimoine du groupe FDM

Au 31 décembre 2014, le patrimoine de FDM est évalué à 3.243m€ et 2.965m€ en part du groupe. Il se répartit comme suit entre les différents pôles d'activités de la société:

Patrimoine Foncière des Murs (en m€)	Valeur HD¹ au 31/12/2014	Valeur HD¹ PdG² au 31/12/2014	%	Valeur HD¹ PdG² au 31/12/2013	%
Hôtellerie*	2 410	2 132	72%	2 037	69%
Santé	235	235	8%	332	11%
Commerces d'exploitation	598	598	20%	598	20%
Total	3 243	2 965	100%	2 966	100%

Source : document de référence 2014

*La valeur hors droits du portefeuille hôtelier inclut 29,7m€ d'actifs en développement au 31/12/2014

¹ Hors droits

² Part du groupe

Le portefeuille Hôtellerie de FDM se compose au 31 décembre 2014 de 322 actifs qui se répartissent entre des hôtels du groupe Accor, des hôtels B&B, des villages de vacances, un hôtel NH et des instituts de Thalassothérapie du groupe Accor. Ce portefeuille d'hôtels est diversifié en termes de gammes et de géographie. Il représente l'essentiel du patrimoine de FDM (72% de la valeur hors droits part du groupe).

Le portefeuille Santé de FDM se compose au 31 décembre 2014 de 29 établissements de type EHPAD (Etablissement d'Hébergement pour Personnes Agées Dépendantes). FDM a notamment conclu un partenariat avec Korian, premier opérateur français privé d'EHPAD, visant à organiser leur relations afin d'assurer l'exécution des baux. Le portefeuille santé représente 8% de la valeur hors droits part du groupe du patrimoine de FDM.

Le portefeuille Commerces d'exploitation de FDM se compose au 31 décembre 2014 de 185 actifs qui se répartissent entre des restaurants du groupe Quick, des restaurants du groupe Courtepaille et des jardineries Jardiland. Ce portefeuille de commerce d'exploitation se situe uniquement sur le territoire français. Il représente 20% de la valeur hors droits part du groupe du patrimoine de FDM.

Le patrimoine de FDM permet de générer les recettes locatives qui se répartissent entre les différents secteurs de la manière suivante :

Recettes locatives (en m€)	Recettes PdG¹ au 31/12/2014	%	Recettes PdG¹ au 31/12/2013	%
Hôtellerie	125,8	70%	126,5	68%
Santé	16,5	9%	22,2	12%
Commerces d'exploitation	36,7	21%	38,7	21%
Total	179,0	100%	187,4	100%

Source : document de référence 2014

¹ Part du groupe

La répartition des recettes locatives est corrélée à celle de la valeur du patrimoine, l'hôtellerie étant le principal contributeur.

FDM est principalement active en France, notamment en région parisienne et dans les grandes métropoles régionales qui regroupent plus de la moitié de son patrimoine.

Au 31 décembre 2013 et 2014, la répartition géographique des immeubles détenus par FDM est la suivante :

Patrimoine Foncière des Murs	Répartition du patrimoine 2014 (en %)	Répartition du patrimoine 2013 (en %)
Paris	13%	13%
Île de France	19%	19%
Grandes métropoles régionales	18%	19%
Autres régions françaises	32%	34%
Etranger	18%	15%
Total	100%	100%

Source : documents de référence 2014 et 2013

La répartition géographique du patrimoine de FDM est équilibrée avec 32 % à Paris et en Île-de-France, 18 % dans les grandes métropoles régionales françaises, 32 % dans les autres régions françaises et 18 % à l'étranger. La part du patrimoine à l'étranger est par ailleurs en augmentation.

Compte tenu de la nature des actifs détenus par FDM, les acquisitions réalisées concernent des portefeuilles d'actifs exploités par des locataires de tailles importantes et qui offrent un taux d'occupation de 100% de façon pérenne. Les paramètres dont la variation est susceptible de modifier la valorisation du patrimoine immobilier sont essentiellement limités au taux de capitalisation des loyers et au montant des loyers (compte tenu des loyers variables sur le portefeuille Accor notamment).

Le taux de capitalisation de FDM au 31 décembre 2014 s'élève au total à 6,1%. Il diffère légèrement selon la classe d'actifs et s'établit respectivement au 31 décembre 2014 à 6,0% pour l'hôtellerie, 6,4% pour la santé et 6,3% pour le commerce d'exploitation.

1.1.2.3 Performance financière historique de FDM

1.1.2.3.1 Bilan simplifié de FDM

Les principaux agrégats du bilan consolidé de FDM au 31/12/2014 et au 31/12/2013 se présentent de la manière suivante :

En m€	31/12/2014	31/12/2013	Var. 13/14 (en m€)	Var. 13/14 (en %)
Juste valeur des immeubles et actifs destinés à la vente	3 243	3 232	11	0%
Autres actifs	92	107	-14	-13%
Total actif	3 336	3 339	-3	0%
<i>Capitaux propres - Part du groupe</i>	<i>1 688</i>	<i>1 495</i>	<i>193</i>	<i>13%</i>
<i>Intérêts non contrôlant</i>	<i>150</i>	<i>151</i>	<i>0</i>	<i>0%</i>
Capitaux Propres	1 838	1 646	192	12%
Endettement net	1 417	1 624	-207	-13%
Autres passifs	80	69	11	16%
Total passif	3 336	3 339	-3	0%

L'actif immobilisé s'élève à 3.336k€ au 31/12/2014. Il se compose de la juste valeur des immeubles et des actifs destinés à la vente. L'actif immobilisé est également constitué des participations de FDM dans les sociétés mises en équivalence⁶.

L'endettement net de FDM s'établit à 1.417m€ fin 2014. Il correspond aux emprunts bancaires contractés par FDM ainsi qu'aux instruments financiers enregistrés en juste valeur et permettant la couverture de la dette. La diminution de l'endettement net s'explique en partie par le remboursement d'emprunts bancaires au cours de l'exercice suite notamment à la cession des murs de onze maisons de retraite médicalisées et cliniques pour un montant de 90m€ hors droits.

Les fonds propres de FDM s'élèvent, fin 2014, à 1.838m€ (1.688m€ en part du groupe).

Les évolutions de l'endettement net et des fonds propres au cours de l'exercice ont pour résultante une diminution du gearing⁷.

Le ratio de Loan To Value⁸ (droits inclus) s'établit ainsi à 34,7% fin 2014 contre 40,9% fin 2013 et respecte les covenants bancaires.

La structure financière de FDM est, en conclusion, solide et stable.

1.1.2.3.2 Compte de résultat de FDL

Le résultat net récurrent EPRA de FDM en 2014 et 2013 se présente comme suit :

Résultat net récurrent EPRA de FDM - PdG (en m€)	31/12/2014	31/12/2013	Variation 2013/2014
Loyers nets	176,5	184,5	-8,0
Coûts de fonctionnement nets	-8,3	-7,7	-0,6
Coût de l'endettement	-53,1	-57,6	4,5
Impôt récurrent	-0,5	-0,3	-0,2
Résultat net récurrent des sociétés mises en équivalence	5,2	4,9	0,3
Résultat net récurrent EPRA	120,0	123,8	-3,8
Variation de juste valeur des immeubles de placement	53,6	28,2	25,4
Impact IFRS sur le résultat financier	-64,7	25,5	-90,2
Autres produits et charges non cash/ non récurrents	1,2	0,8	0,4
QP de résultat des sociétés mises en équivalence	-3,9	0,2	-4,1
Impôts différés	-8,5	-3,6	-4,9
Résultat net de l'exercice part du groupe	97,7	174,9	-77,2
Nombre moyen d'actions	65 333 303	64 218 777	
Résultat net récurrent par action	1,84 €	1,93 €	

En 2014, les loyers nets de charges sur immeubles s'élèvent à 176,5m€ et diminuent légèrement au cours de l'exercice. Cette évolution résulte notamment de cessions d'actifs dans le secteur de la santé, avec la cession des murs de onze maisons de retraite médicalisées et cliniques pour un montant de 90m€ hors droits.

⁶ OPCI Iris Invest 2010, OPCI Campinvest, SCI Dahlia, Iris Holding France

⁷ Gearing : ratio endettement net / capitaux propres

⁸ Ratio dette par rapport à la valeur de marché des actifs qui correspond au rapport entre la valeur réévaluée de la totalité des actifs du groupe, hors disponibilités, et l'endettement net

Les coûts de fonctionnement net s'établissent à 8,3m€ en 2014 contre 7,7m€. Cette variation s'explique par la légère hausse des frais de structure (frais de réseau FDR, coûts de personnel, impôts et taxes corporate, etc...) et des frais liés à l'activité (frais d'expertises sur immeubles notamment).

Le coût de l'endettement financier net s'établit à 53,1m€ en 2014 et décroît de 4,5m€, suite à la réduction de l'encours de dettes, le taux moyen de la dette restant stable. La réduction de l'encours de la dette s'explique notamment par la cession des murs de maisons de retraite médicalisées et cliniques.

Ces évolutions ont pour conséquence la légère diminution du résultat net récurrent EPRA qui s'élève en 2014 à 1,84€ par action contre 1,93€ par action en 2013.

En 2014, la variation de juste valeur des actifs immobiliers s'élève à 53,6m€ et l'impact IFRS sur le résultat financier incluant la variation de juste valeur des instruments financiers s'établit à -64,7m€.

Le résultat net part du groupe, qui découle de ces variations, s'élève à 97,7m€ en 2014 contre 174,9m€ en 2013.

Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Le groupe FDR est un acteur majeur de l'immobilier de bureaux dont le patrimoine, réparti en France et en Europe, est loué aux grandes entreprises et comprend deux diversifications sur les marchés du résidentiel en Allemagne et les hôtels/murs d'exploitation.

FDM est une société foncière spécialisée dans la détention de murs d'exploitation notamment dans les secteurs de l'hôtellerie, de la restauration, de la santé et des loisirs. Le patrimoine de FDM se situe pour l'essentiel en France.

FDR a accompagné le développement dans l'hôtellerie de FDM, qui bénéficie aujourd'hui d'une position solide dans ce secteur. Le projet de renforcement de FDR au capital de FDM permet à FDR d'augmenter son exposition au marché hôtelier.

A la suite de discussions relatives au renforcement de l'initiateur dans le marché de l'investissement hôtelier, FDR a acquis hors marché, le 23 février 2015, auprès de Generali Vie, Generali IARD, e-cie-vie et Generali France Assurances (ensemble le groupe Generali) et d'ACM Vie deux blocs d'actions respectivement de 7.619.192 et 3.186.470 actions FDM que le groupe Generali et ACM Vie détenaient, soit 10,28% et 4,30% du capital et des droits de vote de FDM, au prix de 23€ par action.

FDR, qui détenait avant l'acquisition de ces blocs d'actions 21.092.587 actions représentant 28,46 % du capital et des droits de vote de FDM, a ainsi vu sa participation au capital de FDM augmenter de 28,46 % à 43,05 %.

En conséquence, FDR a déclaré avoir franchi à la hausse, le 23 février 2015, les seuils de 30 % et 1/3 du capital et des droits de vote de FDM et détenir, à la date du projet de note d'information, 31.898.249 actions représentant 43,05% du capital et des droits de vote de FDM.

Conformément à la réglementation boursière et en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, FDR a déposé un projet d'Offre.

Par ailleurs, des engagements de non-apport ont été pris par Generali Vie et ACM Vie portant sur le solde des actions FDM qu'ils détiennent à la suite de la cession de blocs, soit respectivement 7.619.193 et 7.419.727 actions.

Les sociétés Predica, Cardif Assurance Vie et Pacifica qui détiennent respectivement 15,02%, 10,20% et 2,23% du capital et des droits de vote de FDM ont pris l'engagement de ne pas apporter ni céder de titres pendant la période d'offre.

Compte tenu des engagements de non-apport, FDR ne pourra pas et n'envisage pas, ni de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre, ni à une offre publique de retrait.

Le détail de ces engagements de non apport est présenté dans la partie 3 du présent rapport.

La stratégie de FDM vise à privilégier les investissements dans le secteur de l'hôtellerie en Europe, à poursuivre l'accompagnement des locataires dans leur développement, renforçant ainsi les partenariats en place, tout en diversifiant ses modes d'intervention (au travers de la création de FdM Management, propriétaire à la fois de murs et de fonds de commerce).

FDR n'entend pas modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de FDM au cours des douze prochains mois. FDR entend poursuivre la stratégie de développement et de rotation du patrimoine, avec un niveau d'endettement modéré.

Il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de FDM et FDR entend poursuivre la politique de la société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines.

1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas Corporate & Institutional Banking, agissant pour le compte de FDR, a déposé, le 16 mars 2015, le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat portant sur l'intégralité des actions de FDM non encore détenues, directement ou indirectement, par l'initiateur.

A la date du présent rapport, FDR détient directement et indirectement 31.898.249 actions FDM représentant 43,05% du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de FDM non encore détenus directement ou indirectement par FDR à la date du présent rapport, soit à la connaissance de FDR, un nombre maximum de 42.205.714 actions FDM, en ce compris la totalité des 2.623 actions auto-détenues par la FDM.

Il est précisé que ce chiffre tient compte des 35.380.780 actions de FDM détenues par Predica, Generali Vie, Cardif Assurance Vie, Pacifica, et ACM Vie, faisant l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre décrits au paragraphe 3.4 du présent rapport.

Compte tenu des engagements de non apport, les actionnaires minoritaires détiendront, à l'issue de l'Offre, un minimum de 35.380.780 actions représentant 47,74 % du capital et des droits de vote de la Société.

En conséquence, FDR ne pourra et n'envisage pas de procéder à un retrait obligatoire dans les trois mois de la clôture de l'Offre, en application des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, ni de procéder à une offre publique de retrait dans les conditions posées par les articles 236-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'initiateur n'envisage pas par ailleurs de réaliser une fusion avec FDM.

Le prix proposé dans le cadre de l'Offre s'établit à 23€ (dividende attaché) par action FDM apportée.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Présentation d'HAF Audit & Conseil

Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 34 500 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1 200 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit et d'évaluation.

Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluations.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et a dirigé le département « évaluation » de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis HAF Audit & Conseil.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publié chez DALLOZ. Une mise à jour de cet ouvrage est actuellement en cours pour une publication devant intervenir en avril 2015.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables de la société groupe Proméo initiée par les sociétés Batipart Invest et Financiere OG (Août 2014, Etablissement présentateur : Oddo Corporate Finance),
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat portant sur les actions de Homair Vacances initiée par la société Homair Vacances (Février 2014, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse)
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Nexeya initiée par la société Nexeya Invest (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Natixis) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Oddo & Cie) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions et bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes d'Aedian initiée par Aubay (Juillet 2013, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange portant sur les actions de Foncière Développement Logements initiée par Foncière des Régions (Juin 2013, Etablissement présentateur : Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank).

Par ailleurs, le cabinet HAF Audit & Conseil est, à la date du présent rapport, en cours de réalisation de la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Banque de la Réunion initiée par BPCE International & Outre-Mer.

Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé les sociétés concernées par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société FDM au cours des dix-huit derniers mois ;

- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs vice-président de cette association.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 34.000€, hors taxes et hors frais.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement juridique, économique et financier.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- analyse de la méthodologie suivie par les experts pour la valorisation du patrimoine.

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues :

Méthode de l'actif net réévalué triple net EPRA

- analyse de l'actif net réévalué triple net EPRA au 31 décembre 2014.

Méthode du cours de bourse

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;

- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des multiples de comparables boursiers

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à FDM ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de FDM par analogie en fonction des multiples obtenus pour les échantillons respectifs.

Méthode des multiples de transactions comparables

- sélection d'un échantillon de transactions comparables à l'Offre ;
- calcul du multiple induit par ces transactions ;
- application du multiple induit à l'agrégat de FDM ;
- évaluation de FDM par analogie en fonction du multiple obtenu pour l'échantillon de transactions retenu.

Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

- analyse de l'augmentation de capital souscrite en octobre 2014,
- analyse des acquisitions par FDR de blocs d'actions en février 2015 ;

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour FDM ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil de Surveillance de FDM

Calendrier de l'étude

Le conseil de Surveillance de FDM a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 23 février 2015.

Notre mission s'est déroulée du 23 février au 20 mars 2015. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 23 au 26 février 2015 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Entretien avec la société et l'établissement présentateur.

- du 27 février au 3 mars 2015 : Préparation de l'évaluation. Entretien avec la direction générale et financière de FDM.
- du 4 au 11 mars 2015 : Analyse de l'ANR triple net EPRA, analyse du cours de bourse, analyse de sociétés comparables, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de transactions récentes sur le titre, travaux de valorisation.

Entretiens avec la direction générale et financière de FDM et de l'établissement présentateur.

- du 12 au 20 mars 2015 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil de Surveillance.

Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

FDM (Société cible)

- M. Dominique Ozanne, Directeur Général Hotels & Hospitality Management
- Mme. Cécile Boyer, Secrétaire Général

BNP Paribas Corporate & Institutional Banking (Etablissement présentateur)

- M. Nicolas de Gastines, Managing Director Immobilier & Hôtellerie
- M. Philippe Personne, Directeur Ingénierie des Sociétés Cotées
- M. Alexandre Thorel, Associate Immobilier, Santé, Tourisme & Loisirs

Informations utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société FDM et notamment les communiqués de presse publiés par la société FDM ;
- le document de référence incluant les états financiers consolidés de FDM au 31 décembre 2014 certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Euronext* et *Factset* : cours boursiers historiques de la société FDM et des sociétés comparables pour la mise en œuvre des comparables boursiers ;
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de FDM et notamment les communiqués de presse annonçant les résultats annuels 2014 ainsi que les rapports financiers semestriels au 30 juin 2014 ;
- la méthodologie suivie par les experts immobiliers qui valorisent le portefeuille immobilier de FDM au travers de la sélection d'un échantillon de rapports d'évaluation ;
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix proposé de l'Offre établi par l'établissement présentateur ;
- la note d'opération relative à l'augmentation de capital réalisée par FDM en octobre 2014 ;
- les lettres d'offres d'acquisition de blocs d'actions adressées par FDR au groupe Generali et ACM Vie ;

- les engagements de non apport à l'Offre de Generali Vie, Prédica, ACM Vie, Cardif Assurance Vie et Pacifica.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

Données structurant l'évaluation

Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment A d'Euronext Paris, la société FDM applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés.

Ayant un statut de société d'investissement immobilier cotée (SIIC), la société suit les recommandations de l'European Public Real Estate Association (ci-après « EPRA ») qui définissent les lignes directrices à suivre par les sociétés foncières cotées en matière d'information financière afin de renforcer la transparence et la comparabilité des rapports annuels au bénéfice des actionnaires et des investisseurs.

Par conséquent, elle publie ses comptes consolidés au format EPRA.

Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions total composant le capital de FDM au jour du dépôt de l'Offre s'élève à 74.104 milliers d'actions. La société détenant 8 milliers d'actions en autocontrôle au 31 décembre 2014, il a été retenu comme référence pour le calcul de l'ANR triple net EPRA par action au 31 décembre 2014 74.096 milliers d'actions.

Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour apprécier le prix proposé :

Méthode de l'actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable consiste à estimer la valeur d'une société sur la base de sa situation nette comptable.

FDM établit ses comptes conformément au référentiel IFRS et a choisi l'option comptable offerte par IAS 40 relatif à la comptabilisation des immeubles de placement et des instruments de couverture en juste valeur. Ce choix a pour résultante la proximité des valeurs d'actif net comptable et d'actif net réévalué triple net EPRA, critère étant considéré comme une référence pour les sociétés foncières cotées.

La valorisation par l'actif net comptable a été exclue du fait de sa redondance avec celle de l'actif net réévalué triple net EPRA.

Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle a été considérée comme trop dépendante du taux de distribution retenu. S'agissant d'une société foncière SIIC, FDM est soumise à l'obligation de distribuer, d'une part, 95% des bénéfices provenant des opérations de location d'immeubles dans l'année suivant leur réalisation et, d'autre part, 60% des plus-values fiscales provenant de la cession d'immeubles avant la fin du deuxième exercice suivant leur réalisation. Le niveau de distribution de la société est donc hautement dépendant de sa politique de rotation des actifs, qui est, par nature, un élément difficile à projeter.

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 l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société repose sur la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles.

Cette approche a été écartée dans la mesure où les experts immobiliers retiennent entre autres une approche par les flux futurs pour valoriser les actifs immobiliers dont la valeur sera retenue dans l'ANR triple net EPRA. L'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie serait donc redondante avec la méthode de l'ANR triple net EPRA que nous utilisons à titre principal.

Cette méthode a donc été écartée.

Cours cible des analystes

La méthode du cours cible des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers de cours cibles prévisionnels, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur FDM ne faisant pas l'objet d'un suivi par un échantillon suffisamment large d'analystes financiers.

Méthodes d'évaluation retenues

Méthodes d'évaluation retenues

Afin de déterminer la valeur de l'action FDM, nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- référence à l'actif net réévalué triple net EPRA ;
- méthode du cours de bourse ;
- méthode des multiples de comparables boursiers ;
- méthode des multiples de transactions comparables ;
- référence aux transactions récentes sur le capital.

Ces méthodes ont la caractéristique de reposer à la fois sur les données intrinsèques de la société (ANR triple net EPRA, cours de bourse, transactions récentes) et sur des méthodes analogiques (multiples de comparables boursiers et de transactions comparables).

Actif net réévalué triple net EPRA

A l'instar des autres sociétés immobilières cotées, FDM publie semestriellement son Actif Net Réévalué de liquidation (ci-après « ANR ») au format EPRA, selon les règles édictées par cette association, lesquelles définissent l'ANR de liquidation, ou ANR triple net EPRA, comme l'actif net réévalué hors droits après fiscalité latente et mise à la juste valeur de la dette à taux fixe et des instruments financiers.

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

Il sera présenté ci-après l'ANR triple net EPRA au 31 décembre 2014 tel qu'il a été communiqué par la société FDM au public⁹ et tel qu'il est publié dans son document de référence 2014.

Valorisation du portefeuille immobilier

Comme préconisé par les standards professionnels, le patrimoine de FDM est évalué par plusieurs experts indépendants, spécialisés dans le domaine immobilier. Cette évaluation s'effectue selon un rythme semestriel (30 juin et 31 décembre) et des modalités de calcul fixées par des cahiers des charges internes, fondés sur les directives des instances de tutelle tels que les recommandations de l'AMF et les directives du rapport de la COB¹⁰ du 3 février 2000 sur l'expertise immobilière.

FDM se conforme également au Code de Déontologie des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIIC) applicable aux sociétés adhérentes de la Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières (FSIF), notamment en matière de pratique des expertises immobilières.

Experts immobiliers

Une valorisation du patrimoine au 31 décembre 2014 de FDM a été effectuée par des experts immobiliers.

Les experts immobiliers sélectionnés par FDM pour la valorisation de son patrimoine au 31 décembre 2014 sont BNP Paribas Real Estate Valuation, BNP Paribas Real Estate Hôtels France, DTZ Valuation France, DTZ Winssinger, Jones Lang LaSalle Expertises, CBRE Valuation et CBRE Portugal. Les travaux d'expertise immobilière sur la valorisation du patrimoine de FDM se répartissent au 31 décembre 2014 de la manière suivante :

Secteur d'activité	Pays	Expert	Valeur d'expertise (m€)	% de la valeur totale du patrimoine FdM
Hôtellerie	France	DTZ Valuation France	609	19%
	France	BNP Paribas Real Estate Hôtels France	1 277	39%
	Allemagne	BNP Paribas Real Estate Hôtels France	80	2%
	Belgique	BNP Paribas Real Estate	120	4%
	Pays-Bas	BNP Paribas Real Estate Hôtels France	55	2%
	Belgique	DTZ Winssinger	222	7%
	Portugal	CBRE Portugal	41	1%
Santé	France	CBRE Valuation	235	7%
Commerces d'exploitation	France	CBRE Valuation	99	3%
	France	BNP Paribas Real Estate	221	7%
	France	Jones Lang LaSalle	275	8%
Actifs non expertisés			9	0%
Total			3 243	100%

Les méthodes d'évaluation des experts immobiliers ayant valorisé les patrimoines de FDM sont en accord avec les codes de conduite internationaux « RICS¹¹ » et « IVSC¹² ». De plus, les rapports ont été établis selon les règles édictées par l'AFREXIM¹³ et répondent à ce titre à la charte de l'expertise « évaluation immobilière ».

⁹ Le 12 février 2015

¹⁰ COB : Commission des Opérations de Bourse

¹¹ RICS : Royal Institution of Chartered Surveyors

¹² IVSC : International Valuation Standards Council

¹³ AFREXIM : Association Française des Experts Immobiliers

Méthode d'évaluation

Les méthodes d'évaluation qui ont été utilisées pour valoriser les actifs immobiliers de FDM sont les suivantes :

- La méthode dite par capitalisation du revenu qui consiste à déterminer la valeur d'un bien immobilier à partir des revenus qu'il génère. La valeur de l'actif résulte de l'application au revenu, préalablement apprécié, d'un taux de capitalisation approprié,
- La méthode des DCF (« Discounted Cash-Flow »), variante de la méthode par capitalisation et qui détermine la valeur du bien en fonction des revenus bruts et des charges qu'il va générer dans le futur. Cette méthode consiste en l'actualisation des flux générés par l'immeuble à laquelle s'ajoute la valeur de sortie actualisée des biens sur la dernière année,
- La méthode dite de comparaison qui se réfère aux prix pratiqués dans le secteur géographique considéré pour des immeubles similaires ou comparables. La comparaison s'effectue par le biais d'une unité de mesure pertinente pour le bien considéré (surface, nombre de locaux).

En ce qui concerne la méthode dite de comparaison, il s'agit davantage d'une méthode de recoupement des deux autres méthodes que d'une méthode principale.

Les méthodes d'évaluation employées par les experts immobiliers pour valoriser FDM nous semblent appropriées. Leur application, conforme aux usages professionnels, n'appelle pas de commentaire particulier.

Valeur de marché de la dette de FDM

La dette consolidée de FDM, dont la maturité moyenne est de 5,8 ans, se compose majoritairement de dettes bancaires à taux variables couvertes par un portefeuille d'instruments financiers dérivés. L'impact de ces instruments est donc pris en compte dans les capitaux propres consolidés.

FDM a également contracté des emprunts obligataires à taux fixe. Conformément aux principes édictés par l'EPRA, l'ANR triple net EPRA est corrigé de la juste valeur de ces dettes à taux fixe.

Les emprunts sont évalués après leur comptabilisation initiale au coût amorti sur la base du taux d'intérêt effectif. Le taux moyen de la dette consolidée de FDM s'élève au 31 décembre 2014 à 3,86%.

Par ailleurs, les dettes de FDM sont assorties de covenants bancaires qui sont les suivants :

- Ratio dette par rapport à la valeur de marché des actifs (LTV¹⁴) qui correspond au rapport entre la valeur réévaluée de la totalité des actifs du groupe, hors disponibilités, et l'endettement net ;
- Ratio de couverture des intérêts (ICR¹⁵) qui est calculé à partir du compte de résultat consolidé, en divisant le résultat opérationnel courant avant cession des actifs de placement retraité des dotations et reprises de provisions par les frais financiers nets.

Ces covenants sont tous respectés par FDM au 31 décembre 2014.

Calcul de l'ANR triple net EPRA

L'ANR triple net EPRA de FDM, tel qu'il figure dans les documents de référence 2014 et 2013, a été déterminé de la façon suivante :

¹⁴ Loan To Value

¹⁵ Interest Coverage Ratio

Actif Net Réévalué - FDM (en m€)	31/12/2014	31/12/2013
Juste valeur des immeubles et actifs destinés à la vente	3 243,2	3 232,0
+ Autres actifs	92,4	106,7
- Endettement net	-1 417,2	-1 624,0
- Autres passifs	-80,5	-69,1
- Intérêts non contrôlant	-150,3	-150,6
Capitaux propres consolidés	1 687,6	1 495,0
Juste valeur de l'emprunt obligataire	-9,1	4,1
ANR triple net EPRA	1 678,5	1 499,1
Instruments de couverture	178,8	130,3
Fiscalité latente	64,4	53,5
ANR EPRA	1 921,7	1 682,9
Nombre d'actions fin de période (en milliers)	74 096	64 222
ANR triple net EPRA / Action	22,65 €	23,3 €

L'ANR triple net EPRA de FDM s'élève à 1.678,5m€, soit 22,65€ par action au 31 décembre 2014, contre 1.499,1m€, soit 23,3€ par action au 31 décembre 2013.

La baisse de l'ANR triple net EPRA par action au 31 décembre 2014 s'explique notamment par l'effet dilutif de l'augmentation de capital d'octobre 2014 réalisée au prix d'émission de 20€ par action.

Le nombre d'actions retenu dans le calcul de l'ANR triple net EPRA par action au 31 décembre 2014 correspond au nombre d'actions de référence retenu pour FDM, tel qu'explicité dans la partie 3.1.2 du présent rapport.

Le prix d'Offre de 23€ induit une prime de 1,5% sur la valeur de l'ANR triple net EPRA au 31 décembre 2014.

Méthode du cours de bourse

Les actions de FDM sont cotées sur le compartiment A d'Euronext Paris

Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'Offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Fondère des Régions	31 898 249	43,05%
Predica	11 127 859	15,02%
Générali Vie	7 619 193	10,28%
Cardif Assurance Vie	7 559 812	10,20%
ACM Vie	7 419 727	10,01%
Paçfica	1 654 189	2,23%
Autodétention	2 623	0,00%
Flottant	6 822 311	9,21%
Total	74 103 963	100,00%

Le capital flottant représente aujourd'hui 9,21% du capital, soit 6.822.311 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action Foncière des Murs

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total d'actions) ¹	Volume cumulé (% du flottant) ²
Moyenne 1 mois	7 681	176 660	0,24%	2,59%
Moyenne 3 mois	6 731	424 026	0,57%	6,22%
Moyenne 6 mois	5 845	754 046	1,02%	11,05%
Moyenne 9 mois	5 728	1 116 949	1,51%	16,37%
Moyenne 1 an	5 709	1 455 801	1,96%	21,34%

Source : Euronext, 19/02/2015

1 : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

2 : Ratio entre le nombre total de titres échangés et le flottant

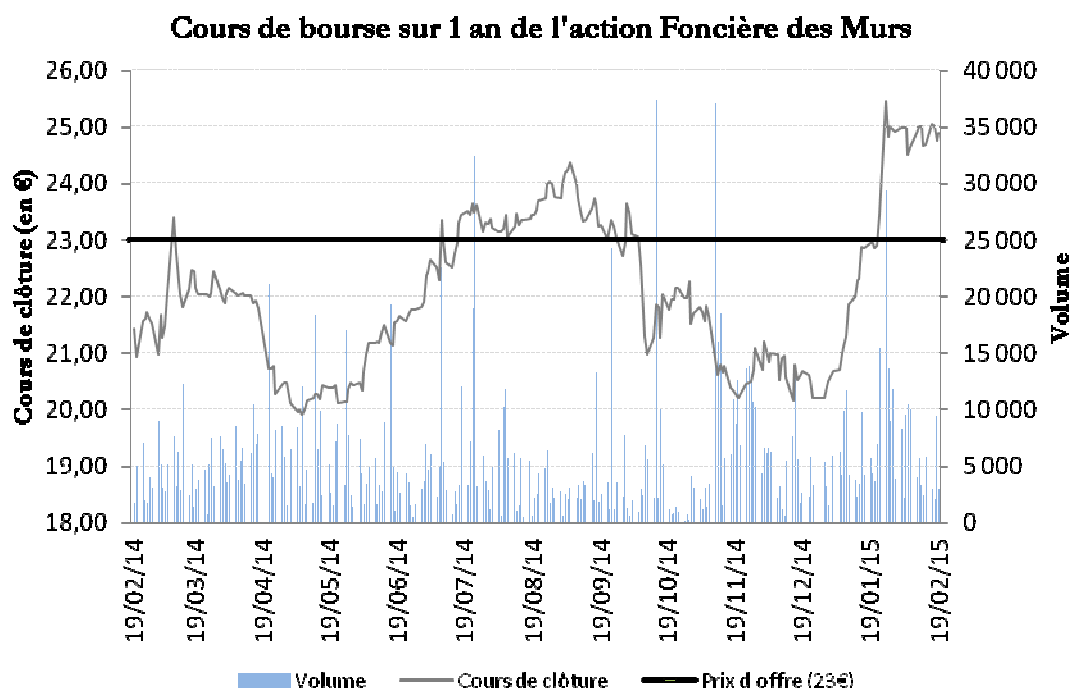
Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés quotidiennement se situent entre 5.709 titres (moyenne 1 an) et 7.681 titres (moyenne 1 mois).

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,24% du nombre total de titres et 2,59% du flottant.

Sur un an, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 1.455.801, soit 1,96% du nombre total de titres et environ 21,34% du flottant.

Au regard de ces données et de la taille réduite du flottant, nous pouvons donc considérer le titre FDM comme peu liquide. Nous retiendrons cependant son cours de bourse pour apprécier la valeur des titres FDM, cette méthode restant une référence du point de vue des actionnaires minoritaires.

Analyse du cours de bourse de l'action Foncière des Murs



Une période de un an a été retenue pour étudier l'évolution du cours de bourse de l'action FDM, cette période prenant fin le 19 février 2015 à la veille de l'annonce de l'Offre.

Entre le 20 février et le 10 mars 2014, suite à l'annonce des résultats de l'exercice 2013, le cours de l'action a connu une première hausse significative, passant de 21,4€ à 23,4€.

Par la suite, le cours s'est stabilisé aux alentours de 22,0€ jusqu'à mi-avril 2014. FDM a alors vu son cours décrocher pour atteindre 19,9€ le 7 mai 2014, soit son niveau le plus bas sur la période étudiée.

A partir de cette date, le cours a connu une tendance haussière pour atteindre 23,4€ le 18 juillet 2014, jour de l'annonce des résultats semestriels 2014. Il s'en est suivi une hausse du cours jusqu'au 5 septembre 2014 où il s'élevait à 24,4€.

Le cours de FDM a ensuite connu une tendance baissière jusqu'à fin 2014, s'établissant autour de 20€ avant de connaître une forte hausse corrélée à celle des marchés boursiers et atteindre 25,5€ le 26 janvier 2015, soit son niveau le plus élevé sur la période d'observation retenue.

Le cours s'établissait à la veille de l'annonce de l'Offre (19 février 2015) à 24,9€.

Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 19 février 2015, dernier cours précédant l'annonce de l'opération.

	Foncière des Murs (€/action)	Prime (+) / Décote (-) induite
Cours de clôture (le 19/02/2015)	24,90	-7,6%
CMPV* 1 mois	24,54	-6,3%
CMPV* 60 jours	22,35	2,9%
CMPV* 3 mois	22,25	3,4%
CMPV* 6 mois	22,41	2,6%
CMPV* 9 mois	22,31	3,1%
CMPV* 12 mois	22,10	4,1%

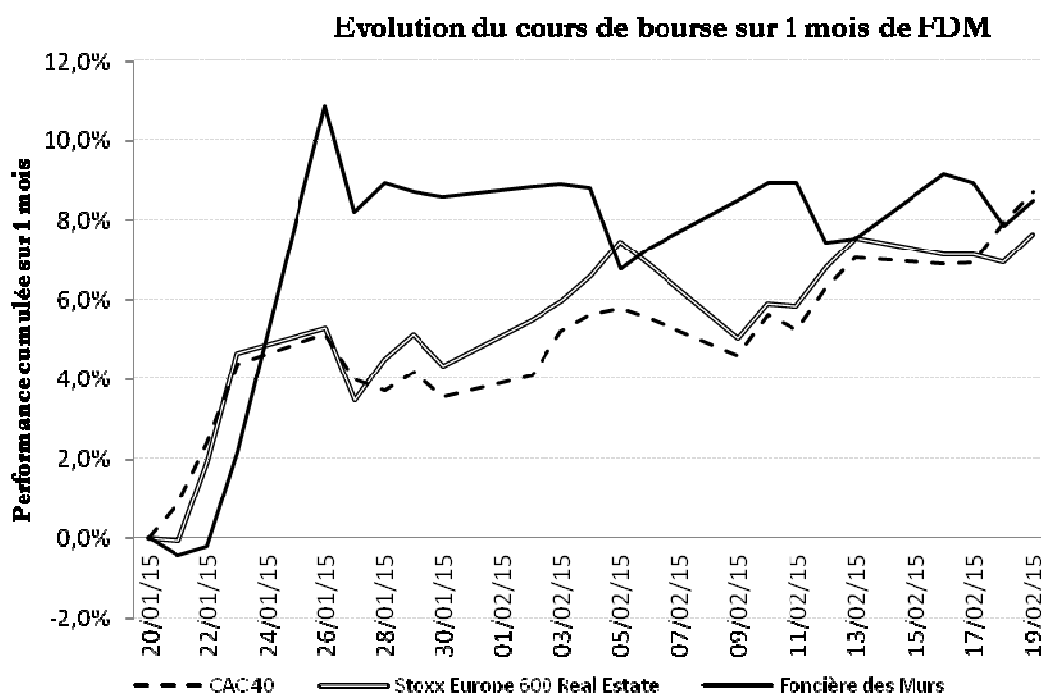
Source : Euronext, 19/02/2015

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 22,10€ (moyenne 12 mois) et 24,54€ (moyenne 1 mois).

Les cours de référence les plus pertinents sont, selon nous, les cours moyens pondérés 1 mois (24,54€) et 60 jours (22,35€) qui intègrent les dernières informations financières de la société et la situation du marché à la date de l'Offre.

La hausse observée sur le dernier mois est corrélée la hausse des marchés boursiers comme le témoigne le tableau ci-dessous :



Sur le dernier mois avant annonce de l'opération, le cours de bourse de FDM a connu une hausse cumulée d'environ 8% en ligne avec la hausse du CAC 40 et de l'indice Stoxx Europe 600 - Real Estate¹⁶.

Le prix proposé de 23€ fait ressortir des décotes de 7,6% sur le cours de clôture au 19 février 2015 et 6,3% sur le cours moyen pondéré 1 mois.

Il offre en revanche une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse à 60 jours, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an. Ces primes sont comprises entre 2,6% (cours moyen pondéré 6 mois) et 4,1% (cours moyen pondéré 12 mois).

Par ailleurs, la Société Générale et Invest Securities, seuls analystes à notre connaissance qui suivent le titre FDM, recommandaient respectivement dans leur dernière note précédant l'Offre :

- la conservation pour un cours cible s'élevant à 21€ pour la Société Générale dans sa note en date du 15 décembre 2014, le prix d'Offre de 23€ offrant ainsi une prime de 9,5% sur ce cours cible ;
- l'achat pour un cours cible s'élevant à 25,5€ pour Invest Securities dans sa note en date du 16 février 2015, le prix d'Offre de 23€ extériorisant une décote de 9,8% sur ce cours cible.

Le prix d'offre présente une décote de 1,1% sur la moyenne des deux cours cible d'analystes qui ressort à 23,3€. L'échantillon reste cependant trop faible selon nous pour que la référence aux cours cible des analystes constitue une méthode d'évaluation.

Par ailleurs, une note d'analyste, établie par la Société Générale en date du 10 mars 2015, recommande la conservation pour un cours cible de 24€. Cette note d'analyste étant postérieure à la date d'annonce de l'Offre (20 février 2015), nous avons décidé de ne pas présenter la prime/décote induite par le prix d'Offre sur ce cours cible.

¹⁶ Indice composé de 25 sociétés foncières européennes

Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société FDM les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDM

Echantillon de sociétés comparables retenues

A partir des analyses et notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés foncières françaises intervenant dans un secteur d'activité proche de FDM.

A notre connaissance, il n'existe pas de société foncière cotée directement comparable à FDM, aucune d'entre elles n'opérant uniquement dans le secteur de l'hôtellerie, des loisirs et de la santé.

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société FDM compte tenu de la taille du patrimoine des différentes sociétés retenues et des différences en termes de classe d'actifs.

Nous avons ainsi constitué un échantillon de dix-sept sociétés foncières (SIIC) françaises cotées sur Euronext Paris aussi exhaustif que possible. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes :

- Unibail-Rodamco : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Klépierre : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Gecina : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Icade : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Foncière des Régions : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Mercialis : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Société Foncière Lyonnaise : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Eurosic : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Foncière de Paris : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Terreis : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- ANF Immobilier : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Cégéreal : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Société de la Tour Eiffel : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Patrimoine et Commerce : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Immobilière Dassault : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Foncière Inea : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Affine RE : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.

L'échantillon de sociétés comparables à FDM se compose de sociétés de taille diverses. Les secteurs d'activités des sociétés comparables retenues ont été analysés et sont détaillés ci-dessous :

Sociétés	Capitalisation boursière Moyenne 1 mois	Valeur du patrimoine Hors Droits 2013	Répartition par classe d'actifs					
			Bureaux	Logements	Centres Commerciaux	Hôtels	Parcs tertiaires	Mixtes/ Autres
Unibail-Rodamco SE*	24 982	32 134	12%	0%	80%	0%	2%	7%
Klepierre S.A.	13 108	12 642	1%	0%	99%	0%	0%	0%
Gecina SA	7 195	10 781	64%	26%	0%	0%	0	10%
Icade Sa	5 828	9 063	39%	0%	0%	0%	44%	18%
Foncière des Régions S.A.	5 798	9 987	62%	20%	0%	8%	0%	9%
Mercialys SA**	2 012	2 336	0%	0%	97%	0%	0%	3%
Ste Foncière Lyonnaise	1 883	3 874	79%	1%	20%	0%	0%	0%
Eurosic SA	1 222	1 437	68%	13%	0%	0%	0%	19%
Foncière de Paris SIIC SA	725	1 240	79%	0%	0%	9%	8%	4%
Terreis	677	1 427	69%	18%	13%	0%	0%	0%
ANF-Immobilier S.A.	419	970	25%	29%	35%	6%	0%	5%
Cegereal	378	849	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Société de la Tour Eiffel	289	701	89%	0%	0%	0%	0%	11%
Patrimoine et Commerce S.A.	265	501	5%	0%	95%	0%	0%	0%
Immobilière Dassault SA	210	332	73%	23%	4%	0%	0%	0%
Foncière Inea*	170	475	68%	0%	0%	0%	24%	8%
Affine RE SA	168	594	54%	0%	21%	0%	25%	0%

*Valeur du patrimoine droit inclus

**les pourcentages appliqués sont ceux de la valeur de patrimoine droit inclus

Source : Site Web et document de référence 2013

Le patrimoine de FDM est représenté majoritairement par l'hôtellerie (74%) au 31 décembre 2014.

Parmi les dix-sept sociétés foncières françaises recensées, seulement trois sociétés disposent en partie de cette classe d'actifs, en incluant Foncière des Régions, qui consolide en intégration globale Foncière des Murs dans ses comptes. Par ailleurs, l'hôtellerie compte pour moins de 10% du patrimoine de ces trois sociétés.

Nous avons donc conservé notre échantillon composé de sociétés foncières dont les actifs se composent principalement de bureaux, de commerces et de parc tertiaires quand bien même ils incluaient de nombreuses sociétés dont le patrimoine se compose majoritairement de centre commerciaux (Unibail-Rodamco, Klépierre, Mercialys et Patrimoine & Commerce) ou de bureaux (Gecina, Foncière des Régions, Société Foncière Lyonnaise, Eurosic, etc...).

Choix des multiples et multiples obtenus

Les multiples considérés comme pertinents dans le cadre de notre analyse sont :

- La prime/décote sur ANR triple net EPRA¹⁷ (calculée sur la base du dernier ANR triple net EPRA publié¹²) ;
- La prime/décote sur ANR triple net EPRA¹² ajustée en utilisant une régression linéaire entre la capitalisation boursière et la prime/décote sur ANR triple net EPRA¹².

L'approche par régression linéaire est pertinente dans la mesure où la prime/décote sur ANR triple net EPRA est corrélée à la capitalisation boursière des sociétés comparables à FDM.

Nous avons exclu plusieurs multiples de notre champ d'analyse qui apparaissent comme non pertinents :

- Le multiple de résultat net récurrent eu égard à l'absence de société cotée directement comparable en termes de classe d'actifs ;

¹⁷ L'ANR ayant été retenu à défaut pour les sociétés ne publiant pas d'ANR triple net EPRA

- Le multiple de revenus locatifs qui n'intègre pas la notion de rentabilité ;
- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT dans la mesure où ces derniers ne tiennent pas compte de la structure financière de la société ;
- Le multiple de résultat net (PER) qui intègre la variation de juste valeur des actifs, éléments par nature fortement fluctuants selon les sociétés et les années ;

Le tableau suivant récapitule les multiples retenus de l'ensemble des comparables de l'échantillon :

Société	Capitalisation boursière (m€) moyenne 1 mois	Cours de bourse (€) moyenne 1 mois	ANR Triple net EPRA par action (€) ¹	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA
Unibail-Rodamco SE	24 982	255,0	151,2	68,7%
Klepierre S.A.	13 108	43,3	29,6	46,3%
Gedina SA	7 195	117,5	101,2	16,1%
Icade Sa	5 828	78,8	75,2	4,8%
Fondère des Régions S.A.	5 798	92,8	65,9	40,8%
Mercialys SA	2 012	21,9	18,9	15,7%
Ste Fondère Lyonnaise	1 883	41,0	49,4	-17,1%
Eurosic SA	1 222	41,4	37,3	11,0%
Fondère de Paris SIIC SA*	725	111,8	118,7	-5,8%
Terreis*	677	27,1	30,4	-10,6%
ANF-Immobilier S.A.	419	23,7	28,9	-18,0%
Cegereal	378	28,3	34,8	-18,6%
Société de la Tour Eiffel	289	37,3	56,6	-34,1%
Patrimoine et Commerce S.A.*	265	21,7	23,1	-6,0%
Immobilière Dassault SA*	210	34,6	44,1	-21,4%
Fondère Inea	170	34,9	44,0	-20,7%
Affine RE SA	168	18,6	26,4	-29,3%
Mediane				-6,0%

Source : InFinancials au 27/02/2015 et sites internet sociétés comparables

¹ L'ANR ayant été retenu à défaut pour les sociétés ne publiant pas d'ANR triple net EPRA

*Sociétés pour lesquelles le dernier ANR publié a été retenu à défaut de publication d'ANR triple net EPRA

Le multiple médian a été retenu afin d'éliminer les effets des valeurs extrêmes de l'échantillon. Il s'établit à -6,0%, soit un ratio de cours de bourse/ANR triple net EPRA de 0,94x.

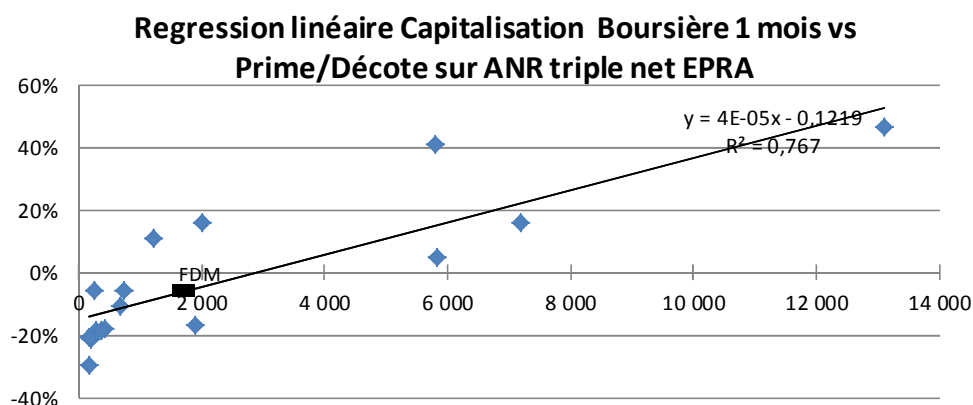
Le multiple ajusté qui a été calculé en utilisant une régression linéaire entre la capitalisation boursière (moyenne 1 mois) et la prime/décote sur ANR triple net EPRA a été déterminé comme suit :

Régression linéaire	
Coefficient régression (a)	0,00004
(b)	-0,12186
Coefficient corrélation	0,77
Capitalisation boursière FDM (x)	1 834
Multiple ajusté (a*x+b)	-5,3%

Cette méthode n'est applicable que si le coefficient de corrélation de la régression linéaire est suffisamment élevé (usuellement supérieur à 0,7). Dans notre cas, ce coefficient s'élève à 0,77.

Le multiple ajusté s'établit à -5,3%, soit un ratio de cours de bourse/ANR triple net EPRA de 0,95x.

La représentation graphique de la régression linéaire calculée ci-dessus se présente de la manière suivante :



Résultats

Nous avons retenu les multiples médians et ajustés d'ANR triple net EPRA.

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur induite de l'action FDM obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation induite de FDM (€/action)	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA	
	Médian	Ajusté
Multiple de référence	-6,0%	-5,3%
ANR triple net EPRA par action - FDM	22,65 €	22,65 €
Valorisation induite de FDM (€)	21,30 €	21,45 €

En appliquant les multiples médians et ajustés de primes/décotes sur ANR triple net EPRA observés sur l'échantillon de sociétés comparables à l'agrégat de FDM nous obtenons des valorisations induites respectives de l'action FDM de 21,30€ et 21,45€. Nous retiendrons cette fourchette de valeurs dans le cadre de cette méthode.

Le prix d'Offre de 23€ extériorise une prime comprise entre 7,2% (multiple ajusté) et 8,0% (multiple médian) sur les valeurs extériorisées par les multiples de primes/décote sur ANR triple net EPRA.

Méthode des multiples observés sur des transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société objet de l'Offre une moyenne des multiples constatés lors de transactions les plus comparables.

Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu cinq offres publiques qui concernaient des sociétés foncières cotées sur des périodes récentes (2013 et 2014).

Notre choix s'est porté sur :

- l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Eurosic visant les actions de la société SIIC de Paris en septembre 2014,

- l'offre publique d'achat initiée par SMABTP visant les actions de Société de la Tour Eiffel en juin 2014,
- l'offre publique d'échange initiée par Foncière des Régions visant les actions de la société Foncière Développement Logements en juin 2013,
- l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Klépierre visant les actions de la société Klémurs en janvier 2013,
- l'offre publique mixte simplifiée et offre publique d'achat subsidiaire initiée par Patrimoine et Commerce sur les actions de la société Foncière Sepric en janvier 2013.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent des caractéristiques comparables à l'offre publique d'achat lancée par FDR sur les actions de FDM.

Les cibles et les initiateurs des opérations apparaissent également comme comparables puisqu'ils opèrent dans le secteur immobilier quand bien même aucune société n'opère dans le secteur de l'hôtellerie qui est celui de FDM.

Par ailleurs, l'offre publique d'achat initiée par FDR sur les actions de FDM intervient dans un contexte macro-économique et financier proche de ces cinq autres offres publiques.

Analyse des transactions

Eurosic / SIIC de Paris

L'offre publique d'achat simplifiée initiée par Eurosic visant les actions de la société SIIC de Paris a été déposée le 3 septembre 2014 au prix d'offre de 23,88€. SIIC de Paris est spécialisé dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers d'entreprise (bureaux et commerces) situés principalement à Paris.

SMABTP / Société de la Tour Eiffel

L'offre publique d'achat de SMABTP (Société Mutuelle d'Assurance du Bâtiment et des Travaux Publics) visant les actions de Société de la Tour Eiffel et déposée initialement le 29 janvier 2014 a fait l'objet d'une dernière surenchère le 13 juin 2014 au prix d'offre de 58,0€. La Société de la Tour Eiffel exploite un portefeuille à dominante de bureaux se situant principalement à Paris et en Ile de France.

Foncière des Régions / Foncière Développement Logements

L'offre publique d'échange initiée par Foncière des Régions visant les actions de la société Foncière Développement Logements a été déposée le 11 juin 2013, la parité d'échange proposée étant de 6 actions Foncière des Régions pour 23 actions Foncière Développement Logements. Foncière Développement Logements est spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers résidentiels.

Klépierre / Klémurs

L'offre publique d'achat simplifiée initiée par Klépierre visant les actions de la société Klémurs a été déposée le 31 janvier 2013 au prix d'offre de 24,60€. Klémurs développe un portefeuille d'actifs provenant essentiellement de l'externalisation du patrimoine de grands opérateurs commerciaux dans les domaines de la grande distribution, des services et du commerce de détail.

Patrimoine et commerce / Foncière Sepric

L'offre publique simplifiée (composée d'une offre mixte principale et d'une offre publique d'achat à titre subsidiaire) de Patrimoine et Commerce sur Foncière Sépric a été déposée le 30 janvier 2013 avec, dans le cadre de l'offre publique mixte, une parité d'échange de 11 actions Patrimoine et Commerce plus une soult de 0,91€ contre 20 actions Foncière Sepric, et dans le cadre de l'offre publique d'achat à titre

subsidaire, un prix d'offre de 12,0€ par action Foncière Sepric apporté. Foncière Sépric est une foncière exploitant un portefeuille d'actifs commerciaux composé principalement de retail parks et galeries marchandes en périphérie ou dans des villes de taille moyenne.

Méthode des multiples de prime / décote d'ANR induits

Afin d'apprécier le prix proposé par FDR, nous avons eu recours à l'approche par les primes et décotes d'ANR triple net EPRA induites ; l'ANR triple net EPRA constituant la méthode principale des transactions analysées.

Il convient de préciser que l'ANR retenu par les experts indépendants lors de la transaction Sepric / Patrimoine & Commerce n'est pas un ANR triple net EPRA. En effet, ces sociétés ne publient pas d'ANR triple net EPRA et ne procèdent pas à la mise à la juste valeur de leurs dettes financières. A ce titre, la valeur comptable de ces dettes a été considérée comme représentative de leur valeur financière.

L'approche par l'application des primes et décotes observées sur les transactions retenues fait ressortir les résultats suivants :

Eurosic / SIIC de Paris

Date de dépôt de l'Offre	Cible	Acquéreur	ANR Triple Net EPRA (€/action)	Date du dernier ANR connu avant opération	Prix de l'Offre	Prix de l'Offre / ANR
03/09/2014	SIIC de Paris	Eurosic	23,55 €	30/06/2014	23,88 €	1,01x

Le prix de l'offre publique d'achat simplifiée s'élevant à 23,88€ et le dernier ANR triple net EPRA publié avant opération s'élevant à 23,55€, il en résulte un multiple de prix de l'offre / ANR de 1,01x.

SMABTP / Société de la Tour Eiffel

Date de dépôt de l'Offre	Cible	Acquéreur	ANR Triple Net EPRA (€/action)	Date du dernier ANR connu avant opération	Prix de l'Offre	Prix de l'Offre / ANR
13/06/2014	Société de la Tour Eiffel	SMABTP	58,10 €	31/12/2013	58,00 €	1,00x

Le prix de l'offre publique d'achat s'élevant à 58,00€ et le dernier ANR triple net EPRA publié avant opération s'élevant à 58,10€, il en résulte un multiple de prix de l'offre / ANR de 1,00x.

Foncière des Régions / Foncière Développement Logements

Cette transaction étant une offre publique d'échange, le prix induit de l'offre a été déterminé en se basant sur la contrevaletur de Foncière Développement Logement à la date de l'opération calculé d'après la parité d'échange proposée dans le cadre de l'opération.

Le prix d'offre induit de l'offre publique d'échange a ainsi été déterminé de la manière suivante :

Date de dépôt de l'Offre	Cours FDR (spot au 10/06/2013) a	Contrevaletur FDL b = a * (6/23)	ANR Triple Net EPRA (€/action)	Date du dernier ANR connu avant opération	Prix induit de l'Offre/ANR
11/06/2013	62,40 €	16,28 €	19,2 €	31/12/2012	0,85x

Parité d'échange (6 actions FDR pour 23 actions FDL)

La contrevaletur FDL s'élevant à 16,28€ et le dernier ANR triple net EPRA publié avant opération s'élevant à 19,2€, il en résulte un multiple de prix induit de l'offre / ANR de 0,85x.

Klépierre / Klémurs

Date de dépôt de l'Offre	Cible	Acquéreur	ANR Triple Net EPRA (€/action)	Date du dernier ANR connu avant opération	Prix de l'Offre	Prix de l'Offre / ANR
31/01/2013	Klémurs	Klépierre	24,60 €	31/12/2012	24,60 €	1,00x

Le prix de l'offre publique d'achat simplifiée et le dernier ANR triple net EPRA publié avant opération s'élevant tous deux à 24,60€, il en résulte un multiple de prix de l'offre / ANR de 1,00x.

Patrimoine et commerce / Foncière Sepric

Cette transaction s'entendant comme une offre publique mixte simplifiée à titre principal assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire, le prix induit de l'offre publique mixte simplifiée a été déterminé en se basant sur la contrevaletur de Foncière Sepric à la date de l'opération calculé d'après la parité d'échange proposée dans le cadre de l'opération.

Le prix d'offre induit de l'offre publique mixte simplifiée a ainsi été déterminé de la manière suivante :

Offre publique mixte simplifiée	Cours Patrimoine & Commerce (spot au 2/11/2012)	Contrevaletur Foncière Sepric	ANR estimé 31/12/2012	Prix induit de l'Offre/ANR	Nb de titres apportés à l'Offre Mixte
	a	b = a * (11/20) + 0,91€			
	13,43 €	8,30 €	12,69 €	0,65x	2 424 960
Parité d'échange	11 actions Patrimoine & Commerce plus une soulte de 0,91€ contre 20 actions SEPRIC				
Offre publique d'achat subsidiaire	Prix d'Offre	ANR estimé 31/12/2012	Prix/ANR	Nb de titres apportés à l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire	
	12,00 €	12,69 €	0,95x	500 230	
Offre	Prix/ANR (pondéré)			Nb de titres apportés à l'Offre	
	0,70x			2 925 190	

La contrevaletur Foncière Sepric s'élevant à 8,30€ et le dernier ANR estimé avant opération s'élevant à 12,69€, il en résulte un multiple de prix induit de l'offre / ANR de 0,65x.

Le prix de l'offre publique d'achat s'élevant à 12,00€ et le dernier ANR estimé avant opération s'élevant à 12,69€, il en résulte un multiple de prix de l'offre / ANR de 0,95x.

La pondération des prix de l'offre publique mixte simplifiée et de l'offre publique d'achat subsidiaire par le nombre de titres apportés à l'offre extérieorise un prix induit de l'offre sur ANR de 0,70x.

Transactions comparables – synthèse des méthodes

Les multiples de primes ou décotes offertes sur l'ANR triple net EPRA lors de transactions comparables sont résumés ci-après :

Date de dépôt de l'Offre	Cible	Acquéreur	Offre Publique	ANR Triple Net EPRA (€/action)	Date du dernier ANR connu avant opération	Prix de l'Offre ¹ / ANR
03/09/2014	SIIC de Paris	Eurosic	OPAS	23,55 €	30/06/2014	1,01x
13/06/2014	Société de la Tour Eiffel	SMABTP	OPA	58,10 €	31/12/2013	1,00x
11/06/2013	Foncière Développement Logement	Foncière des Régions	OPE	19,20 €	31/12/2012	0,85x
31/01/2013	Klémurs	Klépierre	OPAS	24,60 €	31/12/2012	1,00x
30/01/2013	Foncière Sepric	Patrimoine et Commerce	OPMS & OPAS	12,21 €	31/12/2012	0,70x
Moyenne						0,91x

¹ Prix induit de l'Offre d'après la contrevaletur de la cible sur la base du cours de clôture de la société initiatrice la veille de l'Offre (OPMS Foncière Sepric et OPE Foncière Développement Logement)

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur induite de l'action FDM obtenue par la méthode des transactions comparables.

Valorisation induite de FDM (€/action)	Prix d'offre / ANR triple net EPRA
Multiple de référence	0,91x
ANR triple net EPRA par action - FDM	22,65 €
Valorisation induite de FDM (€)	20,67 €

En appliquant le multiple moyen de primes/décotes sur ANR triple net EPRA observé sur l'échantillon de transactions comparables, nous obtenons une valorisation induite de l'action FDM de 20,67€.

Le prix d'Offre de 23€ extériorise une prime de 11,3% sur la valeur obtenue par la méthode des multiples de prix d'offre / ANR triple net EPRA.

Transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de FDM.

Augmentation de capital d'octobre 2014

Le 28 octobre 2014, l'Autorité des Marchés Financiers a apposé le visa n°14-578 sur la note d'opération mise à disposition du public à l'occasion de l'émission et de l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris d'actions nouvelles, à souscrire en numéraire, dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires.

Cette augmentation de capital a été réalisée par émission de 9.880.528 actions nouvelles¹⁸ au prix unitaire de 20 euros soit un montant brut, prime d'émission incluse, de 197.610.560 euros.

La période de souscription à l'augmentation de capital courait du 31 octobre 2014 au 12 novembre 2014 inclus.

Foncière des Régions, actionnaire détenant 18.174.926 actions de FDM (soit 28,30% du capital) à la date de la note d'opération, s'était engagé irrévocablement en date du 28 octobre 2014, à :

- souscrire à 2.796.142 actions nouvelles, à titre irréductible, sur exercice de l'intégralité de ses 18.174.926 droits préférentiels de souscription (hors rompus) ; et
- à émettre un ordre d'un montant maximal de 18.523.960 euros en vue de la souscription d'un montant maximal de 926.198 actions nouvelles, à titre réductible.

Par ailleurs Générali IARD et e-cie vie, sociétés affiliés de Generali Vie, s'étaient engagées irrévocablement, chacune pour ce qui la concerne, à acquérir, la pleine et entière propriété de, respectivement , 3.757.130 et 9.449.466 droits préférentiels de souscription¹⁹ et à souscrire, à titre irréductible, respectivement, à 578.020 et 1.453.764 actions nouvelles sur exercice de l'intégralité de leurs droits préférentiels de souscription ainsi acquis (hors rompus).

¹⁸ A raison de 2 actions nouvelles pour 13 actions existantes

¹⁹ Cédés par Generali Vie, actionnaire détenant 13.206.597 actions de FDM (soit 20,56% du capital) à la date de la note d'opération

Predica, actionnaire détenant 9.644.147 actions de la société soit (15.02% du capital) à la date de la note d'opération, s'était engagée irrévocablement, en date du 28 octobre 2014, à souscrire à 1.483.714 actions nouvelles à titre irréductible, sur exercice de l'intégralité de ses 9.644.147 droits préférentiels de souscription (hors rompus).

ACM Vie, actionnaire détenant 9.192.039 actions de la Société (soit 14.31% du capital) à la date de la note d'opération s'était engagé irrévocablement, en date du 28 octobre 2014, à souscrire à 1.414.158 actions nouvelles à titre irréductible, sur exercice de l'intégralité de ses 9.192.039 droits préférentiels de souscription (hors rompus).

Cardif Assurance Vie, actionnaire détenant 6.551.838 actions de la société (soit 10.20% du capital) à la date de la note d'opération, s'était engagé irrévocablement, en date du 28 octobre 2014 à souscrire à 1.007.974 actions nouvelles à titre irréductible, sur exercice de l'intégralité de ses 6.551.838 droits préférentiels de souscription (hors rompus).

Pacifica, actionnaire détenant 1.433.631 actions de la Société (soit 2.23% du capital) à la date de la note d'opération, s'était engagé irrévocablement, en date du 28 octobre 2014, à souscrire à 220.558 actions nouvelles à titre irréductible, sur exercice de l'intégralité de ses 1.433.631 droits préférentiels de souscription (hors rompus).

Les engagements de souscription couvraient au total 100% du montant de l'augmentation de capital.

Cette augmentation de capital constitue une référence significative car elle porte sur une part significative du capital de FDM, les 9.880.528 titres émis par FDM représentant 15,4% du nombre total de titres avant opération (64.223.435).

Le prix d'Offre extériorise une prime de 15% sur le prix d'émission de l'augmentation de capital (20€) souscrit par l'ensemble des investisseurs institutionnels de FDM.

L'examen de la note d'opération relative à cette augmentation de capital ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix proposé.

Cessions de blocs d'actions

Le 18 février 2015, FDR a adressé des lettres d'offres relatives à l'acquisition de :

- 7.619.192 actions FDM détenues par le groupe Generali²⁰, soit 10,28% du capital. Cette offre portait sur 50,00% des actions FDM détenus par le groupe Generali ;
- 3.186.470 actions FDM détenues par ACM Vie, soit 4,30% du capital. Cette offre portait sur 30,04% des actions FDM détenues par ACM Vie.

Le prix de cession prévu par ces lettres d'Offre s'élevait à 23 euros par action.

Generali Vie et ACM Vie se sont par ailleurs engagés à ne pas apporter à l'Offre le solde des titres FDM qu'ils détiennent, soit respectivement 7.619.193 actions et 7.419.727 actions.

Suite à l'acceptation de ces deux offres par les sociétés précitées, FDR a ainsi acquis hors marché, le 23 février 2015, auprès du groupe Generali et d'ACM Vie, deux blocs d'actions représentant respectivement 10,28 % et 4,30 % du capital et des droits de vote de FDM, soit au total 14,58 % du capital et des droits de vote de la FDM, au prix de 23 euros par action de FDM, selon la répartition suivante :

²⁰ Groupe composé des sociétés Generali Vie, Generali IARD, e-cie vie, Generali France Assurances

Actionnaires cédants	Actions acquises	% du capital de FDM
<i>Generali Vie</i>	5 587 404	7,54%
<i>Generali LARD</i>	578 020	0,78%
<i>e-cie vie</i>	1 453 764	1,96%
<i>Generali France Assurances</i>	4	0,00%
Groupe Generali	7 619 192	10,28%
ACM Vie	3 186 470	4,30%
Total	10 805 662	14,58%

Ces acquisitions constituent une référence pertinente car elles portent sur une part significative du capital de FDM, les 10.805.662 titres cédés représentant 14,58% du capital et des droits de vote.

L'acquisition des blocs d'actions a été financée, au même titre que les investissements de l'année et les projets de croissance de FDM dans chacun de ses métiers (bureau, résidentiel, hôtellerie), par les ressources disponibles de l'initiateur et sera refinancée en partie par une augmentation de capital d'environ 255 millions d'euros annoncée le 20 février 2015, dont les modalités sont présentées dans la note d'opération ayant reçu le visa n° 15-063 de l'AMF en date du 25 février 2015.

A l'issue de ces transactions, le capital de la société FDM est réparti de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Fondère des Régions	31 898 249	43,05%
Predica	11 127 859	15,02%
Generali Vie	7 619 193	10,28%
Cardif Assurance Vie	7 559 812	10,20%
ACM Vie	7 419 727	10,01%
Pacifica	1 654 189	2,23%
Autodétention	2 623	0,00%
Flottant	6 822 311	9,21%
Total	74 103 963	100,00%

Source : Document de référence 2014

Le prix d'Offre est égal au prix des transactions conclues entre FDR et le groupe Generali et ACM Vie.

L'examen de ces lettres d'offre ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

Analyse des engagements de non apports

Des engagements de non-apports ont été pris par certains actionnaires. Dans ce cadre, nous avons analysé :

- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Predica et FDR le 16 février 2015,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Cardif Assurance Vie et FDR en date du 18 février 2015 ;
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Generali Vie et FDR le 23 février 2015,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société ACM Vie et FDR le 18 février 2015,

- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Pacifica et FDR en date du 17 février 2015.

La société Predica, détenant 11.127.859 actions représentant 15,02% du capital de FDM, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société Generali Vie, détenant 7.619.193 actions, soit 10,28% du capital de FDM, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société Cardif Assurance Vie, détenant 7.559.812 actions représentant 10,20% du capital de FDM, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société ACM Vie, détenant 7.419.727 actions, soit 10,01% du capital de FDM, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société Pacifica, détenant 1.654.189 actions représentant 2,23% du capital de FDM, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Ces engagements de non apport seront résiliés de plein droit :

- dans le cas où FDR ne déposerait pas l'Offre au plus tard le 30 juin 2015²¹ ;
- en cas de dépôt par un tiers agissant seul ou de concert, après le dépôt par FDR du projet de l'Offre, d'un projet d'offre publique concurrente de l'Offre, dans l'hypothèse où FDR déciderait de ne pas surenchérir ou que sa surenchère serait déclarée non-conforme par l'AMF.

En cas d'offres publiques concurrentes de l'Offre et de surenchères successives, et dans le cas où l'initiateur déposerait la dernière offre ou surenchère déclarée conforme par l'AMF, les sociétés concernées par les engagements de non apport s'abstiendront d'apporter tout ou partie des actions FDM qu'elles détiennent à cette dernière offre ou surenchère de FDR.

Ces engagements de non apports ont été pris dans un contexte lié à la stratégie d'investissement particulière de chacun des actionnaires concernés.

L'examen de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

Il n'existe par ailleurs pas, à notre connaissance, d'autre accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre.

4. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Pour apprécier le prix proposé, l'établissement présentateur a retenu les approches suivantes.

Méthodes d'évaluation écartées

- Méthode de l'actif net comptable ;

²¹ L'engagement de non-apport pris par Cardif Assurance Vie sera résilié de plein droit dans le cas où FDR ne déposerait pas l'Offre au plus tard le 31 mars 2015

- Méthode de la valorisation des flux de trésorerie actualisés (« DCF ») ;
- Méthode de l'actualisation des flux de dividendes ;

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

Méthodes d'évaluation retenues

A titre principal :

- Référence à l'actif net réévalué triple net EPRA ;
- Méthode du cours de bourse ;
- Référence aux transactions récentes sur le capital ;
- Méthode des multiples de transactions comparables.

A titre indicatif :

- Méthode des multiples de comparables boursiers ;
- Méthode des objectifs de cours des analystes financiers.

Nos divergences d'appréciation avec l'établissement présentateur sur les méthodes d'évaluation qui ont été retenues concernent les points suivants :

- nous avons considéré l'augmentation de capital d'octobre 2014 comme un critère de référence en la sélectionnant parmi les méthodes retenues, l'établissement présentateur n'y faisant pas référence ;
- nous avons considéré que les objectifs de cours des analystes financiers, retenus à titre indicatif par l'établissement présentateur, ne constituent pas une référence pertinente eu égard au nombre restreint d'analystes suivant la valeur FDM (deux analystes). La référence à cette méthode et ses résultats sont en revanche présentés dans l'analyse du cours de bourse dans notre rapport ;
- nous avons considéré que le multiple de cash-flow récurrent retenu à titre indicatif par l'établissement présentateur dans le cadre de la méthode des comparables boursiers n'était pas pertinent eu égard au différentiel de rendement existant entre les sociétés foncières comparables selon les classes d'actifs détenus, le taux de vacance et le poids des actifs en développement.

Nous avons par ailleurs certaines divergences d'appréciation avec l'établissement présentateur sur la méthodologie appliquée pour les méthodes d'évaluation analogiques (multiples de comparables boursiers et multiples de transactions comparables) et accessoirement sur la référence au cours de bourse.

Ainsi, l'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants.

Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend le cours de clôture au 19 février 2015 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an.

Nous avons, pour notre part, retenu aussi la moyenne 60 jours pour apprécier le prix d'Offre.

Notre analyse du cours de bourse fait apparaître un léger écart (de 0,01€) avec l'établissement présentateur sur le cours moyen 1 an liées aux écarts de volume existants entre les bases de données financières utilisées. Cet écart s'explique par le fait que l'établissement présentateur utilise la source Datastream alors que nous utilisons la base de données NYSE Euronext pour déterminer les cours moyens pondérés.

Méthode des transactions comparables

Choix de la transaction et méthodologie

Les transactions retenues par l'établissement présentateur concernent les opérations d'offres publiques suivantes :

- l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Eurosic visant les actions de la société SIIC de Paris en septembre 2014,
- l'offre publique d'achat initiée par SMABTP visant les actions de Société de la Tour Eiffel en juin 2014,
- l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Klépierre visant les actions de la société Klémurs en janvier 2013,
- l'offre publique mixte simplifiée et offre publique d'achat subsidiaire initiée par Patrimoine et Commerce sur les actions de la société Foncière Sepric en janvier 2013 ;
- l'offre publique d'achat initiée par PHRV (Paris Hôtels Roissy Vaugirard) visant les actions de la société Foncière Paris France en octobre 2011 ;
- l'offre publique d'achat initiée par Monroe visant les actions de la société Eurosic en juillet 2011 ;
- l'offre publique alternative simplifiée initiée par Icade sur la société La Compagnie la Lucette en mars 2010.

Nous avons, pour notre part, retenu cinq transactions et un horizon plus court de deux ans correspondant aux offres publiques déposées en 2013 et 2014 : les quatre premières transactions citées ci-dessus et retenues par l'établissement présentateur ainsi que l'offre publique d'échange visant les actions de la société Foncière Développement Logements initiée par la société Foncière des Régions.

Choix du multiple

L'établissement présentateur a opté pour l'utilisation du multiple du prix d'offre sur l'ANR triple net EPRA. Notre analyse nous a conduits à déterminer également une valeur sur la base du multiple de prix d'Offre sur l'ANR triple net EPRA.

Conclusion sur la méthode

Le prix d'Offre extériorise une prime de 8,6% par rapport à la valeur induite issue de l'application par l'établissement présentateur des multiples de transactions comparables (21,18€).

Selon notre méthodologie décrite dans la partie 3 du présent rapport, le prix d'Offre extériorise une prime de 11,3% par rapport à la valeur induite issue de l'application des multiples de transactions comparables (20,67€).

Le léger écart constaté provient du choix de l'échantillon expliqué ci-avant.

Méthode des comparables boursiers

Choix des échantillons

Concernant le choix de l'échantillon, l'établissement présentateur a retenu un échantillon global de onze sociétés foncières françaises cotées divisé en deux sous échantillons :

- Les « large caps » dont la capitalisation boursière est supérieure à 2.000m€ au 27/02/2015 : Gécina, Icade et Foncière des Régions ;
- Les « small/mid caps » dont la capitalisation boursière est inférieure à 2.000m€ au 27/02/2015 : Société Foncière Lyonnaise²², Eurosic, Foncière de Paris, Terreis, ANF Immobilier¹⁷, Cegereal, Société de la Tour Eiffel et Foncière Inéa¹⁷.

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de sociétés qui sont positionnées sur un marché proche de celui de FDM. Nous considérons ces onze sociétés, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables.

Nous avons, pour notre part, retenu dix-sept sociétés, soit les onze sociétés citées ci-dessus et retenues par l'établissement présentateur ainsi que six sociétés foncières françaises supplémentaires : Unibail-Rodamco, Klépierre, Mercialis, Patrimoine et Commerce, Immobilière Dassault et Affine RE.

Parmi ces six sociétés, les quatre premières ont un patrimoine constitué majoritairement de centres commerciaux. Nous avons considéré ces sociétés comme aussi comparables à FDM que des sociétés foncières dont le patrimoine est constitué essentiellement de bureaux ; aucune des sociétés des échantillons n'étant par ailleurs présente majoritairement sur le secteur de l'hôtellerie comme FDM.

Par ailleurs, nous n'avons pas divisé notre échantillon en fonction de la capitalisation boursière des sociétés retenues mais avons appliqué à notre échantillon global la méthodologie de la régression linéaire en fonction de cette capitalisation boursière pour calculer la prime/décote sur ANR et le calcul d'une médiane.

Notre choix méthodologique est expliqué dans la troisième partie de notre rapport.

Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont le multiple de cours de bourse sur ANR triple net EPRA et le multiple de cash-flow récurrent²³.

Nous avons pour notre part retenu uniquement le multiple de prime / décote sur ANR triple net EPRA, le multiple cash-flow récurrent n'étant selon nous pas pertinent eu égard au différentiel de rendement existant entre les sociétés foncières comparables selon les classes d'actifs détenus, le taux de vacance et le poids des actifs en développement.

L'établissement présentateur applique à l'agrégat de FDM :

- le ratio moyen de multiple de cours de bourse sur l'ANR triple net EPRA de l'échantillon « small/mid caps » et de l'échantillon global ;
- le ratio moyen de multiple de cash-flow récurrent de l'échantillon « small/mid caps »²⁴ et de l'échantillon global¹⁹ ;

²² Sociétés écartées dans le cadre du multiple de cash-flow récurrent en raison d'un taux de vacance important et/ou d'un poids important des actifs en développement

²³ S'apparente au Résultat Net Récurrent EPRA

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation avec l'établissement présentateur sur l'agrégat de FDM retenu (ANR triple net EPRA au 31 décembre 2014) pour appliquer cette méthode.

Nous avons, pour notre part, retenu un multiple médian afin d'éliminer les valeurs extrêmes issues du ratio retenu et nous avons également calculé un multiple ajusté en utilisant une régression linéaire entre la capitalisation boursière des sociétés de notre échantillon et la prime/décote sur ANR triple net EPRA.

Nous avons noté de légers écarts avec l'établissement présentateur sur la capitalisation boursière des sociétés retenues, l'établissement présentateur utilisant un cours spot au 19 février 2015 alors que nous utilisons un cours moyen 1 mois²⁵.

Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

Les valeurs obtenues par l'application des multiples cours de bourse sur ANR triple net EPRA retenus par l'établissement présentateur s'élèvent respectivement à 22,11€ pour le multiple de l'échantillon global et 20,13€ pour le multiple de l'échantillon « small/mid caps ».

Le prix d'Offre extériorise des primes, par rapport aux valeurs obtenues par l'application des multiples de primes/décotes sur ANR triple net EPRA retenus par l'établissement présentateur, ressortant respectivement à 4,0% pour le multiple de l'échantillon global et 14,3% pour le multiple de l'échantillon « small/mid caps ».

Pour notre part, les valeurs obtenues par l'application des multiples de primes/décotes sur ANR triple net EPRA que nous avons retenus s'établissent à 21,30€ pour le multiple médian et 21,45€ pour le multiple ajusté, ces deux valeurs constituant la fourchette de valeurs que nous obtenons dans le cadre de cette méthode.

Le prix d'Offre fait ainsi ressortir un niveau de prime se situant dans une fourchette comprise entre 7,2% (multiple ajusté) et 8,0% (multiple median).

²⁴ Hors Société Foncière Lyonnaise, ANF Immobilier et Foncière INEA eu égard au taux de vacance et au poids des actifs en cours de développement de ces sociétés

²⁵ Calculé au 27 février 2015

5. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX PROPOSE

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur :

	Etablissement présentateur	Expert Indépendant	Prime (+) / Décote (-) induite par le prix d'Offre de 23€*
<u>ANR triple net EPRA</u>			
Au 31/12/2014	22,65 €	22,65 €	1,5%
<u>Cours de bourse</u>			
Spot au 19/02/2015	24,90 €	24,90 €	-7,6%
Moyenne 1 mois	24,54 €	24,54 €	-6,3%
Moyenne 60 jours	nc	22,35 €	2,9%
Moyenne 3 mois	22,25 €	22,25 €	3,4%
Moyenne 6 mois	22,41 €	22,41 €	2,6%
Moyenne 9 mois	22,31 €	22,31 €	3,1%
Moyenne 12 mois	22,11 €	22,10 €	4,1%
<u>Transactions récentes sur le capital</u>			
Cessions de blocs d'actions - février 2015	23,00 €	23,00 €	0,0%
Augmentation de capital - octobre 2014	nc	20,00 €	15,0%
<u>Transactions comparables</u>			
ANR triple net EPRA	21,18 €	20,67 €	11,3%
<u>Comparables boursiers</u>			
ANR triple net EPRA	20,13€ - 22,11€	21,30€ - 21,45€	7,2% - 8,0%
Cash-flow récurrent	26,73€ - 29,45€	na	na
<u>Cours cible des analystes</u>	24,75 €	na	na

na : non appliquée

nc : non présenté par l'établissement présentateur

*Primes et décotes calculées sur la valorisation de l'expert indépendant

Il est rappelé qu'une augmentation de capital a été réalisée fin octobre 2014 au prix de 20€ par émission de 9.880.528 actions nouvelles, représentant 15,4% du nombre total de titres avant opération. Le prix d'Offre extériorise une prime de 15,0% sur le prix d'émission de cette augmentation de capital.

Il est aussi rappelé que le groupe Generali et ACM Vie ont cédé à FDR le 23 février 2015 respectivement 7.619.192 et 3.186.470 actions FDM qu'ils détiennent, soit 10,28% et 4,30% du capital. Le prix de l'Offre Publique d'Achat offre les mêmes conditions financières que celles obtenues par ces actionnaires dans le cadre de leurs cessions.

Par ailleurs, des engagements de non-apports ont été pris par Generali Vie et ACM Vie portant sur le solde des actions FDM qu'ils détiennent à la suite de la cession de blocs, soit respectivement 7.619.193 et 7.419.727 actions.

Il est rappelé que les sociétés Predica, Cardif Assurance Vie et Pacifica qui détiennent respectivement 15,02%, 10,20% et 2,23% du capital de FDM ont pris l'engagement de ne pas apporter l'intégralité de leurs actions et de ne pas les céder pendant la période d'offre.

Nous comprenons que les actionnaires signataires de ces engagements de non apport souhaitent conserver leur exposition au secteur hôtelier, sur lequel est positionnée FDM.

Ces cessions de blocs d'actions et engagements de non apport ont donc été décidés en fonction de la stratégie d'investissement particulière de chacun des actionnaires concernés, étant précisé qu'aucune de ces cessions de blocs d'actions et engagements de non-apport ne font l'objet d'opérations connexes.

Cette offre est volontaire et permet aux actionnaires de FDM qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. Ceux qui n'apporteront pas leurs titres à l'Offre resteront actionnaires d'une société dont la stratégie immobilière restera inchangée à l'issue de l'Offre. En outre, compte tenu des engagements de non-apport, FDR ne pourra et n'envisage pas, de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre, et/ou à une offre publique de retrait. Par ailleurs, il est précisé que FDR n'envisage pas de réaliser une fusion avec FDM. Dans le cadre de la présente opération et à notre connaissance, il n'existe pas de synergies identifiées et significatives.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la société une possibilité de monétiser leur participation au même prix que les blocs d'actions cédés par le groupe Generali et ACM Vie à FDR.

Le prix proposé de 23€ par action FDM apportée dans le cadre de la présente offre :

- présente une prime de 1,5% sur la méthode de l'ANR triple net EPRA au 31/12/2014 ;
- présente sur la méthode du cours de bourse des décotes de 6,3% sur la moyenne 1 mois et 7,6% sur le cours de clôture au 19 février 2015. Il offre en revanche des primes sur l'ensemble des moyennes à plus long-terme. Ces primes sont comprises entre 2,6% (moyenne 6 mois) et 4,1% (moyenne 1 an) ;
- présente une prime de 11,3% sur la valeur ressortant de la méthode des multiples observés sur l'ANR triple net EPRA lors de transactions comparables ;
- présente une prime comprise entre 7,2% et 8,0% sur la valeur obtenue par l'application de multiples d'ANR triple net EPRA observées sur des sociétés comparables.

Le prix d'Offre extériorise une décote sur le cours de bourse à court terme, et des primes sur le cours de bourse à plus long terme ainsi que sur l'approche patrimoniale (ANR triple net EPRA, multiples boursiers assis sur l'ANR triple net EPRA et transactions comparables).

Les décotes respectives de 6,3% et 7,6% sur la moyenne 1 mois de cours de bourse et sur le cours de clôture au 19 février 2015 s'expliquent notamment par la hausse des marchés boursiers depuis début 2015. Elles doivent être appréciées dans le cadre de l'analyse multicritères et mises en regard avec les primes résultantes des méthodes de l'ANR triple net EPRA (1,5%), des transactions comparables (11,3%) et des comparables boursiers (7,2%-8,0%).

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat proposant un prix de 23€ par action FDM apportée, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société FDM.

Fait à Paris, le 20 mars 2015

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil

Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DES MURS

Néant.

**10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN
 REPONSE**

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

Monsieur Dominique Ozanne
Président de FDM Gestion
Gérant commandité