

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



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



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 29 avril 2016, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément à 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 BM&A Advisory & Support, 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 publique d'échange selon les mêmes modalités. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.1.	Présentation de l'Offre	3
1.2.	Contexte de l'Offre.....	4
1.2.1.	Présentation de l'Initiateur	4
1.2.2.	Présentation de la Société objet de l'Offre	4
1.3.	Rappel des termes de l'Offre.....	4
1.3.1.	Offre publique d'échange.....	4
1.3.2.	Traitement des rompus.....	4
1.3.3.	Nombre, caractéristiques et origine des actions Foncière des Régions remises en échange dans le cadre de l'Offre	5
1.3.4.	Déroulement de l'Offre	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE DES MURS	8
4.	INTENTIONS DE FONCIERE DES MURS RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	8
5.	OBSERVATIONS DE L'UNITE ECONOMIQUE ET SOCIALE.....	8
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	8
7.	ELEMENTS CONCERNANT FONCIERE DES MURS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	8
7.1	Structure et répartition du capital	8
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	9
7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droits de vote et aux transferts d'actions.....	9
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.....	9
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	10
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	10
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	10
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	10
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.....	10
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance.....	10
7.7.2	Règles applicables à la modification des statuts.....	11
8	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
9	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DES MURS	11
10	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	11

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Foncière des Régions, société anonyme à conseil d'administration au capital de 199.984.068 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, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000064578 (« **Foncière des Régions** », « **FDR** » ou l'« **Initiateur** »), 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 d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060303 (« **Foncière des Murs** », « **FDM** » ou la « **Société** »), d'échanger les actions Foncière des Murs qu'ils détiennent contre des actions Foncière des Régions à émettre selon une parité d'échange de 1 action Foncière des Régions à émettre contre 3 actions Foncière des Murs apportées (l'« **Offre** »).

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement ou indirectement 35.192.893 actions FDM, représentant 47,49 % du capital existant de la Société. En conséquence, l'Offre vise la totalité des actions existantes de la Société non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des 658 actions auto-détenues par la Société, compte tenu de la décision du conseil de surveillance de la Société en date du 27 avril 2016 de ne pas les apporter à l'Offre, soit à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 38.910.412 actions, représentant 52,51 % du capital existant de la Société.

A la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'actions existantes de la Société est de 74.103.963, représentant 74.103.963 droits de vote, dont 74.103.305 exerçables, compte tenu des 658 actions auto-détenues.

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 fait suite à la réalisation d'apports en nature, en date du 27 avril 2016, dans les conditions décrites à la section 1.2.4 du projet de note d'information, de 3.218.769 actions de la Société, représentant 4,34 % du capital et des droits de vote de la Société ayant conduit l'Initiateur à réaliser un excès de vitesse d'acquisition au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF, et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article L. 433-3, I. du Code monétaire et financier et 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 auprès de l'AMF le 28 avril 2016 (le « **Projet de Note d'Information** »). 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.

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

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF (cf. paragraphe 2.6 du Projet de Note d'Information). Il est toutefois précisé que l'Initiateur a demandé, dans la lettre de dépôt du projet d'Offre en date du 28 avril 2016, qu'il soit fait application du 2° de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF prévoyant que l'AMF peut écarter l'exigence d'un tel seuil de caducité.

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. Foncière des Régions est aujourd'hui le partenaire reconnu des entreprises et territoires, qu'elle accompagne dans leur stratégie immobilière avec un double objectif : valoriser le patrimoine urbain existant et concevoir l'immobilier de demain. Elle détient, au 31 décembre 2015, un patrimoine (part du groupe) d'une valeur d'expertise totale de 11 milliards d'euros, réparti en France et en Europe et focalisé sur le secteur des Bureaux, loués aux grandes entreprises et sur les marchés solides et porteurs que sont le Résidentiel en Allemagne et l'Hôtellerie en Europe.

Foncière des Régions s'appuie sur une stratégie partenariale avec une base locative constituée de grandes signatures (Orange, Suez Environnement, Edf, Dassault Systèmes, Thales, Eiffage, Accor, Telecom Italia...). La politique d'investissement de Foncière des Régions 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, filiale de Foncière des Régions, est spécialisée dans la détention de murs d'exploitation notamment dans les secteurs de l'hôtellerie, de la santé et des commerces d'exploitation. Société d'Investissements Immobiliers Cotée (SIIC) et partenaire immobilier des opérateurs leaders de leur secteur d'activité et des acteurs les plus innovants, Foncière des Murs détient un patrimoine d'une valeur de 3,2 Md€ (part du groupe).

1.3. Rappel des termes de l'Offre

1.3.1. Offre publique d'échange

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de Foncière des Murs d'échanger les actions FDM qu'ils détiennent contre des actions Foncière des Régions selon une parité d'échange (la « **Parité d'Echange** ») d'une (1) action Foncière des Régions à émettre (jouissance 1^{er} janvier 2016) pour trois (3) actions FDM apportées.

Il est précisé en tant que de besoin que, les actions FDM apportées le seront « coupon détaché ».

1.3.2. Traitement des rompus

Aucune fraction d'action Foncière des Régions ne pourra être émise par Foncière des Régions. En conséquence, Foncière des Régions ne remettra pas de rompus aux actionnaires de FDM ayant apporté leurs actions à l'Offre. Les actionnaires de FDM qui apporteront à l'Offre un nombre d'actions FDM ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions Foncière des Régions seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions Foncière des Régions formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus devant leur revenir.

Après la clôture de l'Offre et celle de l'Offre Réouverte (telle que définie au paragraphe 2.13 du Projet de Note d'Information), un intermédiaire habilité désigné par Foncière des Régions mettra en place un mécanisme de revente des actions Foncière des Régions correspondant au total des fractions d'actions Foncière des Régions formant rompus (arrondi à l'unité supérieure) pour le compte des actionnaires de FDM qui auront apporté à l'Offre un nombre d'actions FDM ne leur permettant pas de recevoir un nombre entier d'actions Foncière des Régions.

L'intermédiaire habilité ainsi désigné cèdera sur le marché les actions Foncière des Régions correspondant au total des fractions d'actions Foncière des Régions formant rompus (arrondi à l'unité supérieure), pour le compte des actionnaires de FDM participant à ce mécanisme, au plus tard dix (10) jours de négociation suivant la date de règlement-livraison de l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

En contrepartie de la fraction d'action Foncière des Régions formant rompu, chaque apporteur recevra un montant en numéraire (en euros arrondi au centime d'euro le plus proche étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à 1 centime d'euro) égal à cette fraction d'action Foncière des Régions multipliée par le prix moyen par action Foncière des Régions, résultant de la cession sur Euronext Paris de l'ensemble des actions Foncière des Régions formant rompu, étant précisé que Foncière des Régions prendra à sa charge les commissions de courtage ainsi que les autres frais qui seront liés à la mise en place de ce mécanisme.

Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires de FDM dans les meilleurs délais à compter de la date de cession des actions formant rompu sur le marché. Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par les actionnaires de la Société en contrepartie d'une fraction d'action Foncière des Régions formant rompu.

A l'issue de la période de réouverture de l'Offre, il sera mis en place le même mécanisme de revente des actions Foncière des Régions formant rompu pour les besoins du traitement des rompus engendrés au cours de la période de réouverture de l'Offre.

Exemple illustratif

A titre d'exemple purement illustratif, dans l'hypothèse où un actionnaire de FDM apporterait 5 actions FDM à l'Offre, il aurait droit à :

$5 \times 1 / 3$ actions Foncière des Régions

= 1,66 action Foncière des Régions

En conséquence il recevrait :

- le nombre entier immédiatement inférieur soit 1 action Foncière des Régions ; et
- une fraction du produit de la cession des rompus agrégés, réalisée comme indiqué ci-dessus, correspondant à 0,66 action Foncière des Régions.

1.3.3. Nombre, caractéristiques et origine des actions Foncière des Régions remises en échange dans le cadre de l'Offre

i) Nombre d'actions Foncière des Régions à remettre dans le cadre de l'Offre

Un nombre maximum de 12.970.137 actions Foncière des Régions à émettre pourra être remis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport des actions de la Société.

ii) *Provenance des actions Foncière des Régions remises en échange*

Les actions Foncière des Régions à remettre en échange des actions FDM apportées à l'Offre seront des actions nouvelles émises par décision du directeur général ou d'un directeur général délégué agissant sur subdélégation octroyée par le conseil d'administration du 27 avril 2016, lui-même agissant sur délégation consentie par l'assemblée générale mixte des actionnaires de Foncière des Régions du 27 avril 2016 dans sa 19^{ème} résolution.

Le montant exact de l'augmentation de capital dépendra du nombre d'actions de la Société apportées à l'Offre et à l'Offre Réouverte (telle que définie au paragraphe 2.13 du Projet de Note d'Information) et sera arrêté postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre et de l'avis de résultat définitif de l'Offre Réouverte.

Les actions Foncière des Régions remises en échange des actions Foncière des Murs apportées à l'Offre seront des actions ordinaires, toutes de même catégorie et donnant les mêmes droits que les actions existantes à la date du règlement-livraison de l'Offre et de l'Offre Réouverte (elles ne donneront donc pas droit au dividende au titre de l'exercice 2015). Le paiement du dividende au titre de l'année 2015 devant intervenir avant le règlement livraison de la première période d'Offre, les nouvelles actions Foncière des Régions remises en échanges des actions FDM apportées à l'Offre seront immédiatement assimilées aux actions Foncière des Régions actuellement admises aux négociations sur Euronext Paris - compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064578.

Chaque action Foncière des Régions donnera droit, dans la propriété de l'actif social et dans le partage des bénéfices, à une part proportionnelle au nombre total des actions Foncière des Régions émises. Chacune donnera notamment droit, au cours de la vie de la société comme en cas de liquidation, au règlement de la même somme nette pour toute répartition ou tout remboursement. En outre, elle donnera droit au vote et à la représentation dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions légales et statutaires.

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions Foncière des Régions, il convient de se référer à la section 5.2.1 « *Renseignements de caractère général concernant l'émetteur* » du document de référence de Foncière des Régions déposé auprès de l'AMF le 23 mars 2016 sous le numéro D.16-0192.

1.3.4. Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture préalablement à l'ouverture de l'Offre 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 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 jours de négociation. 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 négociation 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 2.11 du Projet de Note d'Information.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

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

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

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

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 27 avril 2016 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.

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 (« **FDR** ») qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de FDR et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas Corporate and Institutional Banking, (ii) du rapport du cabinet BMO & Co Advisory & Support représenté par M. Pierre Béal, désigné en qualité d'expert indépendant, ainsi que (iii) de l'avis motivé du comité d'entreprise, lequel a rendu un avis favorable en date du 22 mars 2016, et après avoir constaté que :*

- *FDR a conclu, en date du 15 avril 2016, deux traités d'apport en nature avec la société Assurances Crédit Mutuel Vie et des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) gérés par BMO Global Asset Management portant sur l'apport d'un nombre total de 3.218.769 actions FDM, représentant 4,34 % du capital et des droits de vote de la Société ;*
- *FDR, qui a ainsi vu sa participation au capital de la Société augmenter de 43,15 % à 47,49 % a, en conséquence, (i) réalisé un « excès de vitesse d'acquisition » au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») et (ii) est tenue de déposer dans les prochains jours un projet d'offre publique auprès de l'AMF sur la totalité du capital de la Société non détenu par FDR, conformément à la réglementation boursière et en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et qui prendra la forme d'une offre publique d'échange (l'« **Offre** ») ;*

le Conseil de surveillance :

- *prend acte que FDR entend poursuivre la stratégie de développement de son patrimoine immobilier et de renforcement dans le marché de l'hôtellerie en Europe. A cet égard le Conseil de surveillance note que FDR souhaite conserver le savoir-faire des 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 ;*
- *constate que l'expert indépendant conclut que « les termes de l'offre publique d'échange proposant une parité d'échange de 1 action Foncière des Régions (jouissance 1^{er} janvier 2016) pour 3 actions Foncière des Murs (dividende détaché) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires 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 désireux de modifier l'allocation de leurs actifs, d'apporter leurs actions à l'Offre afin de se positionner sur un titre plus liquide dans des conditions financières identiques à celles dont ont bénéficié les entités ayant participé aux opérations d'apport.

Par ailleurs, le Conseil de surveillance décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, de ne pas apporter à l'Offre les 658 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 27 avril 2016, les membres du conseil de surveillance de la Société n'ont pas fait part de leur intention quant à leurs actions FDM.

4. INTENTIONS DE FONCIERE DES MURS RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Les 658 actions auto-détenues par la Société au titre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre.

5. OBSERVATIONS 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 22 mars 2016.

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

A l'exception des Traités d'Apports décrit au paragraphe 1.2.4 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

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

7.1 Structure et répartition du capital

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.

A cette date, et après réalisation des Apports en Nature (tels que définis au 1.2.4 Projet de Note d'Information) la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante (sur la base d'un nombre total de 74.103.963 actions représentant autant de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droit de vote
Foncière des Régions	35.192.893	47,49 %	35.192.893	47,49 %
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	4.946.485	6,68 %	4.946.485	6,68 %
Pacifica	1.654.189	2,23 %	1.654.189	2,23 %
Flottant(*)	6.002.874	8,10 %	6.002.874	8,10 %

Auto-contrôle (contrat de liquidité)(*)	658	0,00 %	658(**)	0,00 %
Total	74.103.963	100 %	74.103.963	100 %

(*) Situation du flottant et de l'auto-contrôle au 18 février 2016, date de suspension du contrat de liquidité de la Société.

(**) Nombre total de droits de vote théoriques au sens de l'article 233-11 I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, attachés aux actions composant le capital social de la Société

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.* ».

ii) Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Foncière des Murs a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 9 bis 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 2015 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 27 février 2015, Foncière des Régions (18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz) a déclaré avoir franchi en hausse, le 23 février 2015, les seuils de 30 % et 1/3 du capital et des droits de vote de la société Foncière des Murs et détenir 31 898 249 actions Foncière des Murs représentant autant de droits de vote, soit 43,05 % du capital et des droits de vote de la Société¹.
- par courrier reçu le 2 mars 2015, la société Generali France (11 boulevard Haussmann, 75009 Paris) a déclaré avoir franchi en baisse, le 25 février 2015, les seuils de 20 % et 15 % du capital et des droits de vote de Foncière des Murs et détenir indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'elle contrôle, 7 619 193 actions Foncière des Murs représentant autant de droits de vote, soit 10,28 % du capital et des droits de vote de la Société² ;
- par courrier reçu le 12 avril 2016, la société F&C Management Limited, agissant pour les fonds représentés par Thames River Capital LLP et F&C Fund Management Limited, a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil de 1 % du capital et des droits de vote de Foncière des Murs et détenir 745.531 actions Foncière des Murs représentant autant de droit de vote, soit 1,01 % du capital et des droits de vote de la Société.

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

Néant.

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 de la présente 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 membres au moins et de douze membres au plus. Chaque membre du conseil de surveillance doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

¹ 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 223-13 du règlement général de l'AMF.

² 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 223-13 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux stipulations de l'article 12, 3° des statuts de la Société, nul ne peut être nommé membre du conseil de surveillance s'il est âgé de plus de 75 ans et 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 du conseil de surveillance en fonction. Lorsque cette limite d'âge est atteinte en cours de fonctions, le membre est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale annuelle.

Les membres du conseil de surveillance sont nommés et révoqués par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, les actionnaires ayant la qualité de commandités ne pouvant participer au vote des résolutions correspondantes. La durée des fonctions d'un administrateur 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, d'un ou plusieurs sièges de membres du conseil de surveillance, le conseil de surveillance peut avec l'accord de la gérance, coopter à titre provisoire un ou plusieurs membres en remplacement ; il est tenu de le faire dans les quinze (15) jours qui suivent la vacance si le nombre de ses membres tombe en dessous de trois ; ces nominations sont ratifiées par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil de surveillance n'en demeurent pas moins valables.

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.

8 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le conseil de surveillance de la Société en date du 18 février 2016 a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Ce rapport, en date du 27 avril 2016, est reproduit *in extenso* dans l'**Annexe 1** du présent projet de note en réponse.

9 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DES MURS

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

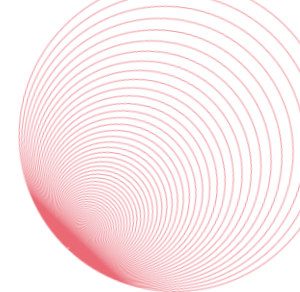
10 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma 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. »

Foncière des Murs
FDM Gestion
Associé commandité – Gérant, représenté par M.
Dominique Ozanne

Annexe 1

Rapport de l'expert indépendant



FONCIERE DES MURS

30 AVENUE KLEBER

75008 PARIS

.....

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE
INITIEE PAR LA SOCIETE
FONCIERE DES REGIONS
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
FONCIERE DES MURS

.....

Avril 2016

BMA

Advisory & Support

11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •

SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	2
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	4
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	4
2.2	Déclaration d'indépendance.....	4
2.3	Rémunération de l'expert.....	5
2.4	Diligences effectuées par l'expert.....	5
3.	PRESENTATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION	8
3.1	Descriptif des deux sociétés.....	8
3.1.1	Foncière des Murs	8
3.1.2	Foncière des Régions	9
3.2	Performances financières historiques	11
3.2.1	Foncière des Murs	11
3.2.2	Foncière des Régions	15
4.	EVALUATION	20
4.1	Critères et méthodes écartés	20
4.1.1	Pesées relatives d'agrégats financiers ou opérationnels	20
4.1.2	Actualisation et capitalisation de dividendes	20
4.1.3	DCF global.....	21
4.2	Critères et méthodes retenus.....	23
4.2.1	Cours de bourse	23
4.2.2	Actif Net Réévalué.....	26
4.2.3	ANR et cours de bourse	31
4.2.4	Multiples boursiers.....	34
4.2.5	Transactions récentes sur le capital.....	37
4.2.6	Evaluation par les transactions comparables.....	38
4.2.7	Synthèse des primes et des décotes.....	39
5.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE.....	40
5.1	La référence à la rémunération des titres apportés à FDM.....	40
5.2	La référence aux cours de bourse.....	40
5.3	La référence à l'ANR.....	41
5.4	Résultat net récurrent et multiple de MBA.....	41
5.5	Autres critères présentés à titre indicatif	41
6.	CONCLUSION	42
7.	ANNEXES	43
7.1	Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent FDM	43
7.2	Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent FDR	44
7.3	Analyse des cours de bourse de FDM.....	45
7.4	Analyse des cours de bourse de FDR.....	47
7.5	Primes et décotes sur ANR.....	49
7.6	Multiples de P/CF 2015	49

1.CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 17 février 2016, la société Foncière des Régions (ci-après « Foncière des Régions », « FDR » ou l' « Initiateur ») a annoncé avoir conclu un accord avec la société des Assurances du Crédit Mutuel Vie (ci-après « ACM ») portant sur l'apport par ACM à FDR, de 2 473 242 actions de la société Foncière des Murs (ci-après « Foncière des Murs », « FDM » ou la « Société »), représentant 3,34 % du capital de FDM, en retenant une parité d'apport basée sur les ANR EPRA, de 1 action FDR pour 3 actions FDM. Le traité d'apport en nature des actions de la société Foncière des Murs a été signé le 15 avril 2016 et la réalisation de l'apport doit avoir lieu le 27 avril 2016, à la suite de l'assemblée générale mixte de FDR.

Entretemps, trois organismes de placement collectif de valeurs mobilières et deux sociétés d'investissement, toutes de droits irlandais ou anglais, dont la Gestion est assurée par BMO Global Asset Management, (ci-après « BMO »), ont souhaité apporter 745 527 actions FDM, représentant 1,01 % du capital de FDM, à FDR selon les mêmes modalités que l'apport réalisé par ACM décrit supra. Le traité d'apport en nature d'actions Foncière des Murs a également été signé le 15 avril 2016 et la réalisation de l'apport doit avoir lieu le 27 avril 2016, à la suite de l'assemblée générale mixte de FDR.

Les deux apports ont fait l'objet de deux rapports d'un commissaire aux apports, l'un portant sur la valeur des apports, et l'autre sur l'appréciation de la rémunération des apports, tous deux émis en date du 18 avril 2016.

Dans la mesure où ces apports conduisent FDR à réaliser un excès de vitesse d'acquisition au sens de l'article 234-5³ du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « AMF »), FDR est tenu de déposer une offre publique visant la totalité du capital de FDM.

Ainsi, FDR propose aux actionnaires de FDM d'échanger les actions qu'ils détiennent contre des actions FDR selon une parité d'échange de 1 action FDR pour 3 actions FDM (dividende détaché⁴) au travers d'une offre publique d'échange (ci-après l' « OPE » ou l' « Offre »). L'Offre est soumise à un seuil de caducité de 50 %, pour lequel l'Initiateur envisage une demande de dérogation à l'AMF, étant précisé qu'à la suite de l'opération d'apport, FDR contrôle 47,5 % du capital de FDM, comme le montre le tableau ci-dessous :

Foncière des Murs Actionnariat au 31 mar.-16	Actions		Apports à FDR	Actions	
	nombre	%		nombre	%
Foncière des Régions	31 974 124	43,1%	3 218 769	35 192 893	47,5%
Pacifica	11 127 859	15,0%		11 127 859	15,0%
Generali Vie	7 619 193	10,3%		7 619 193	10,3%
Cardiff Assurance Vie	7 559 812	10,2%		7 559 812	10,2%
ACM Vie	7 419 727	10,0%	(2 473 242)	4 946 485	6,7%
Predica	1 654 189	2,2%	(745 527)	1 654 189	2,2%
Flottant	6 748 391	9,1%		6 002 864	8,1%
Auto-contrôle	668	0,0%		668	0,0%
Total	74 103 963	100,0%	-	74 103 963	100,0%

³ Article qui prévoit le dépôt d'un projet d'offre si une personne physique ou morale, détenant entre 30 % et la moitié du capital d'une société, vient à augmenter sa détention dans le capital de ladite société d'au moins 1 % au cours de douze mois consécutifs.

⁴ Les dividendes versés en 2016 au titre des bénéfices distribuables de 2015 des deux sociétés sont détachés préalablement à l'ouverture de l'Offre.

L'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec Foncière des Murs ni de procéder à un retrait obligatoire, et souhaite maintenir le régime SIIC de la Société. Par ailleurs, il convient de souligner qu'aucun engagement d'apport ou non-apport à l'Offre n'a été reçu.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 18 février 2016 en qualité d'expert indépendant par Monsieur Dominique Ozanne⁵, président de la société FDM Gestion, elle-même gérant commandité de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable de la parité proposée pour les actions FDM dans le cadre de la présente Offre.

Cette intervention est requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1^{er} à l'article 261-1, et en particulier du paragraphe I- 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'Initiateur de l'Offre.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

⁵ Décision approuvée par le conseil de surveillance de Foncière des Murs en date du 18 février 2016

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte 90 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 15 associés personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

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

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visident	Groupe Visident	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACIB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Demant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
déc-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Efeso Consulting	Partners in Action	BNP Paribas

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 75 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et de Pascal de Rocquigny, associés, assistés de Roland Clère, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 23 février au 27 avril 2016, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Philippe Le Trung, directeur du corporate development et de la communication ;
- Monsieur Edouard de Chalain, responsable marchés de capitaux et corporate finance chez Foncière des Régions ;
- Monsieur Patrick Bour, secrétaire général de Foncière des Murs ;
- Monsieur Nicolas de Gastines, managing director Immobilier et Hôtellerie chez BNP Paribas ;
- Messieurs William Nahum, commissaire aux apports, et Stéphane Lepajollec, tous deux du cabinet WNAP ;
- Et les experts immobiliers :
 - Madame Maaïke Smorenburg, directrice adjointe chez BNP Paribas Real Estate ;
 - Monsieur Alberto Quaretti, directeur du département évaluation chez Yard Valtech (Milan, Italie) ;
 - Monsieur François Sauval, directeur des expertises chez Vif Expertise.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens qui se sont déroulés aux dates suivantes :

- 5 février 2016 : prise de contact, présentation générale de l'opération, choix de l'expert indépendant ;
- 29 mars 2016 : point d'étape, premières estimations des parités d'échange ;
- 31 mars 2016 : entretien avec le commissaire aux apports ;
- 6 et 7 avril 2016 : conférences téléphoniques avec les experts immobiliers ;
- 18 avril 2016 : présentation des conclusions de l'expert relatives aux parités d'échange.

Ces entretiens, auxquels se sont ajoutés des échanges téléphoniques, ont notamment porté sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société, de celle de l'Initiateur et de leurs patrimoines respectifs ;
- iii) l'analyse des expertises immobilières, en particulier celles portant sur les hôtels de FDM et sur les principaux actifs de FDR dont la tour CB 21 ;
- iv) l'analyse de la sensibilité de la valeur des couvertures de taux et de la dette à taux fixe dans le calcul de l'ANR triple net EPRA ;

- v) les conditions d'apport en nature d'actions FDM d'ACM, des OPCVM et des sociétés d'investissement.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de FDM et de FDR ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords relatifs aux apports devant être réalisés préalablement à l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de l'Initiateur, et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- iv) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société et de ceux de l'Initiateur, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- v) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par BNP Paribas et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
- vi) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- les rapports d'expertises immobilières de FDM établis pour la clôture de l'exercice 2015 et portant notamment sur :
 - l'évaluation des actifs de l'OPCI B2 Hôtel Invest (167 hôtels B&B) réalisée par Cushman & Wakefield ;
 - l'évaluation du portefeuille Ulysse (16 hôtels Accor) réalisée par BNP Paribas Real Estate ;
 - l'évaluation du portefeuille Ulysse (41 hôtels Accor) réalisée par Cushman & Wakefield ;
 - l'évaluation du portefeuille EHPAD (26 établissements Korian) réalisée par CBRE ;
 - l'évaluation du portefeuille Sunparks (4 parcs de loisirs) réalisée par Cushman & Wakefield ;
 - l'évaluation du portefeuille Jardiland (47 magasins) réalisée par BNP Paribas Real Estate ;
 - l'évaluation du portefeuille B&B en Allemagne (43 hôtels) réalisée par BNP Paribas Real Estate ;
 - l'évaluation du portefeuille Courtepaille (55 établissements) réalisée par CBRE.
- les rapports d'expertises immobilières de FDR établis pour la clôture de l'exercice 2015 et portant notamment sur :
 - l'évaluation de la tour CB 21 réalisée par BNP Paribas Real Estate,
 - l'évaluation du portefeuille Bureaux (103 actifs Orange, 2 ensembles immobiliers IBM, 8 ensembles immobiliers EdF, 48 actifs Eiffage) réalisée par Cushman & Wakefield,
 - l'évaluation du portefeuille IMMEO Résidentiel « East » (résidentiel allemand : Berlin, Dresde, Hambourg, Cologne et ex-Allemagne de l'Est) réalisée par BNP Paribas Real Estate,
 - l'évaluation du portefeuille Rhénanie du Nord-Westphalie (ouest de l'Allemagne) réalisée par Cushman & Wakefield,
 - l'état de synthèse de l'expertise du patrimoine de Beni Stabili,
- la documentation financière publiée par Beni Stabili ;
- les états de synthèse des patrimoines immobiliers de FDR et de FDM ;
- les détails de calcul des ANR EPRA et Triple Net EPRA de FDR et de FDM ;
- la convention entre actionnaires de Foncière des Murs du 29 novembre 2004 ;
- les traités d'apport en nature d'actions FDM entre FDR et ACM, et entre FDR et les OPCVM gérés par BMO Global Asset Management, signés le 15 avril 2016 ;
- les rapports sur la valeur des apports et sur la rémunération du commissaire aux apports en date du 18 avril 2016 ;

- les projets de note d'opération, en ce compris les éléments d'appréciation du prix déterminés par BNP Paribas en tant qu'établissement présentateur, et de note en réponse relatives à l'Offre ;
- du projet de procès-verbal des délibérations de l'assemblée générale ordinaire de PIA du 23 décembre 2015.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société et de l'Initiateur. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des rapports d'expertise immobilière sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

3. PRESENTATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION

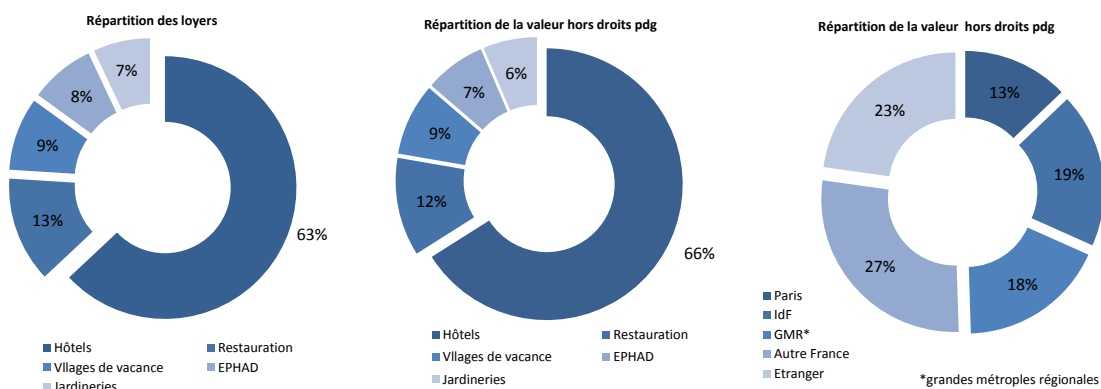
3.1 Descriptif des deux sociétés

3.1.1 Foncière des Murs

FDM est une société en commandite par actions dont la Gérance est assurée par FDR. Son siège est situé 30, avenue Kleber à Paris (75016). Elle est enregistrée au registre du commerce sous le numéro 955 515 895. Au 31 décembre 2015, son capital social s'élevait à 296 415 852 € ; il est composé de 74 103 963 actions d'un montant nominal de 4 €.

L'action FDM est cotée au compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (FR0000060303). La capitalisation boursière de la Société atteignait 1,9 Md€ sur la base du cours moyen de 25,66 € relevé le 17 février 2016.

FDM est une société foncière assujettie au régime fiscal des SIIC, principalement spécialisée dans la détention d'actifs hôteliers, lesquels représentent 63 % de ses loyers annualisés⁶ et 69 % de la valeur d'expertise de son patrimoine immobilier à fin 2015. Sa stratégie s'appuie sur la conclusion de partenariats avec des groupes hôteliers, principalement AccorHotels, qui représente 42 % des loyers annualisés, lesquels conservent la propriété des fonds de commerce et la gestion opérationnelle des établissements cédés. Sur ce segment, elle compte également parmi ses clients B&B, Motel One, NH et Louvre Hotels. La Société est aussi présente sur les segments de la restauration (Quick et Courtepaille), des villages de vacances (Sunparks et Club Med), des EPHAD⁷ (Korian), et enfin des jardineries (Jardiland).



La Société détient au 31 décembre 2015 un patrimoine composé de 561 actifs d'une valeur d'expertise totale de 3,5 Mds€ (3,2 Mds€ en part du groupe), localisée à 77% en France, et pour le solde en Europe, avec 349 hôtels (dont 2 instituts de thalassothérapie et 5 villages de vacances), 27 résidences pour personnes âgées, 136

⁶ Loyers annualisés, hors villages de vacances Sunparks et Club Med.

⁷ Etablissement d'hébergement pour personnes âgées dépendantes.

restaurants et 49 jardineries. En 2015, la valeur ce portefeuille d'actifs a progressé de 3,1 % à périmètre constant part du groupe, contre 2 % l'année précédente.

La stratégie de partenariat repose soit sur des opérations de *sale and lease back*⁸, soit sur des développements, notamment en VEFA, avec des groupes désireux d'externaliser une partie de leurs actifs immobiliers. Elle permet à la Société de bénéficier d'un taux d'occupation de 100 %. A fin 2015, la durée résiduelle ferme des baux s'établissait à 10,7 ans (hors actifs sous promesse) contre 6,8 ans pour l'exercice précédent, cette progression s'expliquant pour partie par le renouvellement du partenariat avec AccorHotels.

En effet, ces partenariats ne sont pas figés, en témoigne la conclusion le 19 octobre 2015 d'un accord par lequel FDM revend à AccorHotels 46 établissements situés dans des localisations non stratégiques pour un montant de 388 M€, dont 361,5 M€ encore sous promesse à fin décembre 2015. Ce réaménagement s'accompagne du rallongement à 12 ans fermes de l'ensemble des baux dont l'échéance était initialement prévue en 2017/2018. Par ailleurs, deux actifs, initialement loués à Korian, sont désormais loués à d'autres exploitants après cession des fonds de commerce correspondants.

On notera que la stratégie de partenariat de la Société limite à un occupant unique le nombre de locataires ce qui simplifie la gestion des actifs et assure, jusqu'à présent, leur complète occupation. En contrepartie, ceci se traduit par un foisonnement limité du risque locatif et, notamment, par une exposition au groupe AccorHotels, accentuée par le fait que les loyers perçus sont variables alors qu'ils sont généralement indexés avec les autres partenaires. Cette exposition, déjà en recul en 2015, devrait encore se réduire en 2016, du fait de la revente de 45 hôtels à leur ancien propriétaire et grâce au développement des autres partenariats, notamment avec B&B.

Enfin, certains actifs commerciaux, comme les jardineries, peuvent présenter un caractère spécifique lié à leur destination. Ce portefeuille d'actifs présente en 2015 un rendement de 6,6 % calculé par rapport aux valeurs d'expertises hors droits. Ce taux se compare au rendement hors droits moyen de l'ensemble du portefeuille d'actifs de FDM égal à 5,9 % en 2015, contre 6,1 % en 2014.

3.1.2 Foncière des Régions

FDR est une société anonyme dont le siège est situé 18, avenue François Mitterrand à Metz (57). Elle est enregistrée au registre du commerce sous le numéro TI 364 800 060. Au 31 décembre 2015, son capital social s'élevait à 199 889 196 € ; il est composé de 66 629 732 actions d'un montant nominal de 3 €.

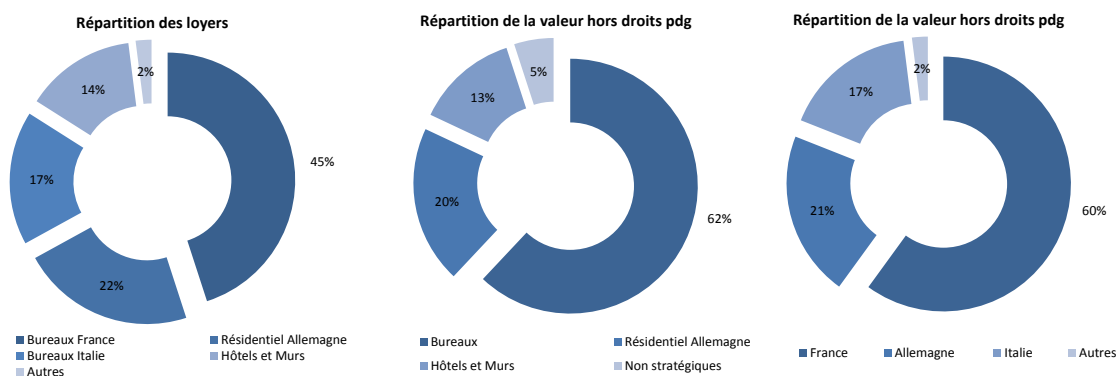
L'action FDR est cotée au compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (FR0000064578). La capitalisation boursière de la Société atteignait 4,9 Md€ sur la base du cours moyen de 74,29 € relevé le 17 février 2016.

Comme FDM, FDR est une société foncière assujettie au régime fiscal des SIIC. Le groupe est principalement investi en immobilier de bureau, cette catégorie d'actifs représentant 62 % de la valeur de son portefeuille

⁸ Consiste pour le groupe initialement propriétaire des biens, à les céder à FDM tout en demeurant dans les locaux en devenant locataire de ceux-ci.

réévalué hors droits, part du groupe, à fin 2015, ainsi que de ses revenus locatifs (hors logistique⁹). Il convient de relever que 17 % de la valeur proviennent des actifs détenus par la société Beni Stabili, filiale italienne cotée détenue à 48,47%, elle-même assujettie au régime fiscal SIIQ¹⁰. Le patrimoine immobilier réévalué hors droits du groupe est également investi à hauteur de 20 % en Allemagne dans des logements, essentiellement dans la Rhur et à Berlin. Enfin, la troisième composante du portefeuille d'actifs stratégiques est constituée de la quote-part de détention de FDR dans FDM, et représente 13 % de sa valeur part du groupe. Le solde du patrimoine immobilier est constitué d'actifs non stratégiques (logements situés en France, parkings et entrepôts logistiques).

Fin 2015, la valeur du portefeuille s'établit à 17,7 Mds€, 11 Mds€ pour la part du groupe, en progression de 4,4 % à périmètre constant, contre 2,1 % en 2014. Il dégage un rendement moyen de 5,8 % contre 6,3 % l'année précédente.



En termes de répartition du risque, on observe chez FDR un foisonnement plus important que chez FDM, le premier client, France Telecom, ne représentant que 15 % des loyers annualisés (part du groupe). Le second client étant Telecom Italia du fait de l'intégration de Beni Stabili, il ressort pour FDR une exposition totale au secteur des télécoms de 23 % de ses revenus nets. Au sein de ce secteur, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier le pourcentage d'actifs, tels que les centraux téléphoniques, qui présentent une très forte spécificité du fait de leur conception et dont la location en fin de bail ne pourrait s'envisager qu'auprès de leur actuel locataire ou d'un autre opérateur télécom. S'agissant de Beni Stabili, il convient toutefois de souligner que ce risque est maîtrisé du fait du renouvellement en 2015 du partenariat entre Beni Stabili et Telecom Italia, qui se traduit par une un allongement de la durée ferme de l'ensemble de ses baux de neuf ans à quinze ans en contrepartie d'une baisse de 6,9 % des loyers. Cette durée se compare à 7,3 ans en moyenne pour l'ensemble du groupe.

Compte tenu de la diversité de ses clients et de ses implantations, FDR ne peut avoir comme FDM un taux d'occupation de 100 %. A fin décembre 2015, FDM affiche en effet un taux de d'occupation de 96,3 %, stable à périmètre comparable pro-forma. Par ailleurs, cette diversité se traduit également dans les rendements 2015 des différentes classes d'actifs et leur évolution :

⁹ Le segment logistique est classé en activité abandonnée dans les comptes de FDR.

¹⁰ Régime d'exonération des bénéfices éligibles de l'activité locative, avec obligation de distribuer 70 % des bénéfices issus des revenus locatifs et 50 % des plus-values de cession.

Rendements hors droits

Exercice	Bureaux France	Bureaux Italie	Résidentiel Allemagne	Hôtels et murs	Résidentiel France	Logistique	Total*
2015	6,0%	5,7%	6,0%	5,9%	2,8%	nd	5,8%
2014	6,6%	6,1%	6,5%	6,1%	3,2%	7,2%	6,3%

* Y compris logistique non stratégique en 2015

3.2 Performances financières historiques

Nous ne disposons pas de prévisions budgétaires ni de plans d'affaires de la part d'aucune des deux sociétés. Notre analyse de la rentabilité de chacune des deux sociétés repose par conséquent sur les données historiques.

3.2.1 Foncière des Murs

Il convient d'indiquer que FDM comme FDR, a opté pour la possibilité offerte par la norme IAS 40 d'inscrire dans leurs comptes consolidés les actifs immobiliers de rendement à la juste valeur. De ce fait, la valeur de ces actifs varie d'un arrêté sur l'autre sur la base des valeurs d'expertise, cette variation se traduisant par un ajustement de valeur dans le compte de résultat consolidé.

Le compte de résultat établi selon les normes IFRS, est présenté par FDM suivant le format institué par l'association européenne des sociétés foncières cotées, l'EPRA¹¹. A partir de cette présentation, elle opère des retraitements recommandés par l'EPRA ce qui l'amène à présenter la totalité de son compte de résultat ainsi que les retraitements opérés pour la part groupe et la part hors groupe. Par ailleurs, elle retrace les charges et les produits à caractère exceptionnel afin d'extérioriser des soldes intermédiaires de gestion à caractère courant, jusqu'au *résultat net récurrent*, (ou RNR). Cette approche permet d'identifier la rentabilité courante du patrimoine appartenant à l'actionnaire de la société contrôlante, lequel est homogène avec la capitalisation boursière.

Si l'on excepte le retraitement des charges et des produits exceptionnels identifiés par la Société, la principale différence avec des comptes IFRS provient de la neutralisation des résultats de cession d'actifs et des variations de « juste valeur » des actifs immobiliers de rendement et des passifs financiers, en l'espèce, les couvertures de taux. Le résultat net récurrent est donc l'indicateur le plus représentatif de la performance financière de l'entreprise dans une optique d'absence d'arbitrage sur les actifs immobiliers et sur les passifs financiers.

¹¹ European Public Real Estate Association.

Les tableaux de passage du compte de résultat IFRS au compte de résultat récurrent pour les deux derniers exercices sont retranscrits ci-après (le tableau correspondant à l'exercice 2014 figure en annexe 7.1.) :

Foncière des Murs

Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent (en M€)	2015					Variation 2015 / 2014
	Consolidé	Hors groupe	Part du groupe	Retraite- nement	Part du groupe retraité	
LOYERS NETS	200,7	18,2	182,5	-	182,5	3,4%
Coûs de fonctionnement	(10,0)	(1,4)	(8,6)	0,2	(8,4)	0,7%
Résultat des autres activités	-	-	-	-	-	
Amortissement des biens d'exploitation	0,1	0,0	0,1	(0,1)	-	
Variation nette des provisions et autres	(0,1)	(0,0)	(0,1)	0,1	-	
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT	190,7	16,8	173,9	0,2	174,1	3,5%
En % des loyers nets	95,0%	92,4%	95,3%	ns	95,4%	
Résultat net des immeubles en stock	-	-	-	-	-	
Résultat des cessions d'actifs	(3,3)	(0,0)	(3,3)	3,3	-	
Résultat des ajustements de valeur	93,2	7,0	86,2	(86,2)	-	
Résultat des cessions de titres	(0,0)	(0,0)	-	-	-	
Résultat des cessions de périmètre	(2,0)	0,0	(2,0)	2,0	-	
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	278,6	23,8	254,8	(80,7)	174,1	3,5%
En % des loyers nets	138,8%	130,7%	139,6%	ns	95,4%	
Résultat des sociétés non consolidées	-	-	-	-	-	
COÛT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER NET	(49,1)	(3,2)	(45,9)	-	(45,9)	-13,6%
Ajustement de valeur des instruments dérivés	8,8	(0,1)	8,9	(8,9)	-	
Actualisation des dettes et créances	(0,0)	(0,0)	-	-	-	
Variation nette des provisions financières	(8,4)	(0,3)	(8,1)	8,1	-	
Quote-part de résultat SME	4,9	(0,0)	4,9	1,2	6,1	
RÉSULTAT NET AVANT IMPÔTS	234,7	20,1	214,6	(80,3)	134,3	11,7%
Impôts différés	(8,2)	0,1	(8,3)	8,3	-	
Impôts sur les sociétés	(2,0)	(0,0)	(2,0)	0,7	(1,3)	
RÉSULTAT NET	224,4	20,1	204,3	(71,3)	133,0	11,0%
Résultat net hors groupe	(20,1)	n/a	n/a	n/a	n/a	
RÉSULTAT NET (PdG)	204,3	n/a	204,3	(71,3)	133,0	11,0%

Au cours des deux derniers exercices, la part du groupe représente plus de 90% des revenus locatifs et des soldes intermédiaires de gestion.

En 2015, les loyers nets progressent de 3,4 % en part du groupe, mais sont proches de la stabilité (en léger recul) à périmètre constant. Ceci traduit le maintien d'une économie hôtelière atone en France et le recul du chiffre d'affaires variable réalisé avec AccorHotels. Cet effet est toutefois compensé par les acquisitions et les livraisons de nouveaux actifs mis en location, dans le cadre d'autres partenariats hôteliers, en particulier avec B&B en Allemagne.

Les coûts de fonctionnement nets part du groupe s'établissent à 8,4 M€ en 2015 après retraitement, et représentent 4,6 % des loyers nets contre 4,7 % en 2014. Rapporté à la valeur du portefeuille d'actifs part du groupe, soit 3 209 M€, les frais de gestion annuels représentent 26 points de base. Compte tenu de la modération de la variation des coûts de gestion, le résultat opérationnel récurrent progresse de 3,5 % pour s'établir à 174,1 M€, et représente 95,4 % des loyers nets.

En 2015, la Société a renégocié une partie de ses dettes et émis, par placement privé, une dette obligataire de 200 M€ à un taux de 2,2 %. Le coût moyen de l'endettement s'établit ainsi à 3,32 % contre 3,86 % en 2014. Ceci

explique la baisse de la charge d'endettement intervenue en 2015 permettant au résultat net récurrent de progresser de 11 %.

Rapporté au fonds propres part du groupe, le RNR fait ressortir, selon nos calculs, un retour sur fonds propres moyens¹² de 7,7 % en 2015, contre 7,9 % en 2014, étant précisé que la Société a procédé fin novembre 2014, à une augmentation de capital égale à 13 % de ses capitaux propres consolidés de fin 2013, ce qui explique l'érosion du ROE en 2015.

Rentabilité des bénéfices	2014	2015
RNR / Loyers nets retraités pdg	67,9%	72,9%
ROE capitaux propres d'ouverture	8,0%	7,9%
ROE récurrent moyen	7,9%	7,7%
ROE du RNPdg publié IFRS	6,5%	11,8%

Selon nos calculs, le coût des fonds propres de FDM s'établit à 6,96 %, compte tenu de son bêta (0,46) et de sa taille. Dans un modèle de rente de survaleur simplifié, ceci permet d'estimer la croissance implicite nécessaire pour atteindre le cours de bourse¹³. Au vue de son ROE, la prime du cours de bourse de 15,8 % observée au 31 mars 2016 par rapport aux capitaux propres part du groupe suppose une croissance 1,2 % par an de la rente de survaleur. Cette croissance implique, par construction, une progression annuelle supérieure pendant plusieurs exercices avant de converger vers un taux proche de cette dernière, comme c'est l'usage dans ce type de modèle. Il est précisé que cette approche simplifiée ne constitue pas un modèle d'évaluation, et que ce taux de croissance implicite indicatif n'est mentionné que dans un but de comparaison entre les deux sociétés.

Le bilan fonctionnel de la Société est résumé dans les deux tableaux ci-dessous.

¹² ROE, pour return on equity. Rapport entre le résultat net part du groupe et les fonds propres moyens part du groupe, pondérés des augmentations de capital.

¹³ En posant : $C = \left(1 + \frac{ROE - k}{k - g}\right) \times P$, où C désigne la capitalisation boursière, k le coût des fonds propres, P les capitaux propres comptables, et g le taux de croissance constant implicite.

Bilan fonctionnel actif en M€	2014	2015	Bilan fonctionnel passif en M€	2014	2015
Immeubles de placement	3 208,8	3 128,8	Capitaux propres - part du groupe	1 687,6	1 777,2
Autres corporels	0,2	0,8	Intérêts minoritaires	150,3	163,5
Immobilisations d'exploitation	3 209,0	3 129,6	Provisions pour risques et charges	0,0	0,0
Créances clients	7,0	5,5	Impôts différés passifs	62,7	78,7
Autres créances	3,5	5,2	Emprunts nets de trésorerie	1 244,4	1 491,0
Charges constatés d'avance	0,5	0,4	Dérivés nets	169,1	109,1
Dettes fournisseurs	(7,6)	(11,6)			
Autres dettes	(9,0)	(10,0)	Capitaux engagés	3 314,2	3 619,6
Produits constatés d'avance	(0,3)	(0,4)			
BFR / (EFR)	(6,0)	(10,8)			
En % des loyers nets	-3,1%	-5,4%			
Actif d'exploitation	3 203,0	3 118,8			
SME	69,2	94,8			
Actifs financiers hors dérivés	7,5	19,9			
Actifs destinés à la vente	34,4	386,2			
Actif hors exploitation	111,2	500,9			
Total	3 314,2	3 619,6			

La valeur des immeubles de placement ressort à 3 128,8 M€, en légère baisse, du fait du reclassement de 386 M€ d'actifs dans la catégorie des actifs destinés à la vente. Avant reclassement, la valeur du patrimoine progresse de 8,4 %, dont 3,1 % à périmètre constant. La valeur des actifs destinés à la vente, soit 386,2 M€, est principalement constituée des 45 actifs sous promesse de vente à AccorHotels, pour 361,5 M€.

Net de trésorerie, le montant des emprunts s'établit à 1 491 M€, ce qui après déduction des valeurs d'actifs sous promesse, représente 35 % de la valeur des immeubles de placement. S'il est tenu compte de la valeur théorique des couvertures de taux, ce ratio passe à 39 %.

Au cours des deux derniers exercices, l'évolution cumulée de la trésorerie brute, soit 12,8 M€, a été modeste et peu significative, comme détaillée ci-après.

Tableau de flux de trésorerie	31/12/2014	31/12/2015	Cumul
Résultat net	108,7	224,4	333,1
Variations de juste valeur	5,8	(102,0)	(96,2)
Autres produits et charges	9,0	10,4	19,4
Impôt différé	8,5	8,2	16,7
Marge brute d'autofinancement	132,0	141,0	273,0
En % des loyers nets	68,2%	70,3%	69,2%
Investissements	(91,1)	(194,6)	(285,7)
Produits de cession d'actifs	135,5	71,3	206,8
Variation de BFR y.c. impôt	6,0	0,4	6,4
Sous-total	50,3	(122,8)	(72,5)
Cash flow avant variation de l'endettement	182,3	18,2	200,5
Flux liés à l'endettement	(161,5)	14,2	(147,3)
Cash flow libre pour l'actionnaire	20,8	32,4	53,2
Variation des capitaux propres	196,6	0,1	196,7
Dividende groupe	(99,5)	(114,9)	(214,4)
En % du résultat net IFRS pdg	102%	56%	71%
En % du résultat net récurrent RNR pdg	83%	86%	85%
Dividende hors groupe	(11,2)	(11,5)	(22,7)
Total dividendes consolidés	(110,8)	(126,3)	(237,1)
En % de la MBA	84%	90%	87%
Sous-total	85,8	(126,2)	(40,4)
Variation de trésorerie brute	106,6	(93,8)	12,8

Au cours de cette période, la Société dégage une marge brute d'autofinancement (ou MBA) en progression, passant de 68 % à 70 % des loyers nets consolidés. La marge brute cumulée sur la période, soit 273 M€, a été consacrée pour 27 % à l'investissement net (72,5 M€), essentiellement en 2015, et pour 54 %, au désendettement (147,3 M€), exclusivement en 2014. En 2015, les investissements concernent principalement l'acquisition de 22 hôtels en B&B Allemagne pour 131 M€ et cinq hôtels Motel One pour 53 M€.

Enfin, entre une augmentation de capital de 196,7 M€ en 2014 et des dividendes cumulés de 237 M€, les flux entre le groupe et ses actionnaires se soldent par un flux net de distribution en leur faveur de 40,4 M€.

Rapporté au résultat net récurrent et à la MBA, le taux de distribution cumulé s'établit respectivement à 85 % et à 87 % en moyenne pondérée sur les deux exercices.

3.2.2 Foncière des Régions

Le passage du compte de résultat calculé selon les normes IFRS au résultat net récurrent 2015 est retranscrit dans le tableau ci-après (le tableau correspondant à l'exercice 2014 figure en annexe 7.2.) :

Foncière des Régions

Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent (en M€)	2015					Variation 2015 / 2014
	Consolidé	Hors groupe	Part du groupe	Retraite-ment	Part du groupe retraité	
LOYERS NETS	810,1	305,3	504,8	0,5	505,3	5,1%
Coûs de fonctionnement	(89,5)	(32,2)	(57,3)	1,8	(55,5)	4,3%
Résultat des autres activités	23,8	5,0	18,8	0,1	18,9	-10,8%
Amortissement des biens d'exploitation	(14,8)	(5,2)	(9,6)	9,6	-	
Variation nette des provisions et autres	(53,3)	(27,5)	(25,8)	25,8	-	
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT	676,2	245,3	430,9	37,8	468,7	4,4%
En % des loyers nets	83,5%	80,4%	85,4%	ns	92,8%	
Résultat net des immeubles en stock	(6,4)	(3,3)	(3,1)	3,1	-	
Résultat des cessions d'actifs	2,7	(0,5)	3,2	(3,2)	-	
Résultat des ajustements de valeur	445,0	97,4	347,6	(347,6)	-	
Résultat des cessions de titres	0,0	(0,1)	0,1	(0,1)	-	
Résultat des cessions de périmètre	(10,0)	(3,0)	(7,0)	7,0	-	
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	1 107,6	335,9	771,7	(303,0)	468,7	4,4%
En % des loyers nets	136,7%	110,0%	152,9%	ns	92,8%	
Résultat des sociétés non consolidées	0,2	(0,0)	0,2	-	0,2	
COÛT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER NET	(265,5)	(98,5)	(167,0)	11,7	(155,3)	-6,7%
Ajustement de valeur des instruments dérivés	(141,6)	(36,3)	(105,3)	105,3	-	
Actualisation des dettes et créances	(4,6)	(0,0)	(4,6)	4,6	-	
Variation nette des provisions financières	(33,5)	(13,7)	(19,8)	19,8	-	
Quote-part de résultat SME	47,4	4,1	43,3	(32,1)	11,2	
RÉSULTAT NET AVANT IMPÔTS	709,9	191,4	518,5	(193,7)	324,8	9,1%
Impôts différés	(34,4)	(15,2)	(19,2)	19,2	-	
Impôts sur les sociétés	(8,3)	(3,5)	(4,8)	2,9	(1,9)	
RÉSULTAT NET des activités poursuivies	667,3	172,8	494,5	(171,6)	322,9	9,5%
Profit ou perte des activités abandonnées	(13,0)	0,0	(13,0)	22,9	9,9	
RÉSULTAT NET	654,3	172,8	481,5	(148,7)	332,8	5,8%
Résultat net hors groupe	(172,8)	n/a	n/a	n/a	n/a	
RÉSULTAT NET (PdG)	481,5	n/a	481,5	(148,7)	332,8	5,8%

FDR présente des revenus locatifs quatre fois plus importants que ceux de FDM, en 2015. Compte tenu du poids de Beni Stabili et de FDM dans ses comptes consolidés, les comptes de l'Initiateur présentent une plus forte contribution des intérêts hors groupe, lesquels représentent de 36 % à 40 % des revenus locatifs et du résultat opérationnel courant, entre les comptes 2014 et ceux de 2015.

En 2015, les loyers bruts sont stables à périmètre constant pour la deuxième année consécutive (-0,1 % en 2015 et +0,2 % en 2014). Cette situation résulte d'évolutions contrastées entre les différents segments d'activité, avec une croissance modérée pour les bureaux en France, une croissance sensiblement supérieure à l'inflation pour le résidentiel allemand, un léger recul pour la contribution de FDM (segment Hôtels et Murs) et un recul plus important pour la contribution de Beni Stabili (segment Bureaux Italie). En 2015, l'accélération du recul constaté pour l'Italie s'explique par la renégociation des baux Telecom Italia et présente de ce fait un caractère exceptionnel.

Croissance à périmètre constant des loyers bruts part du groupe

Exercice	Bureaux France	Bureaux Italie	Hôtels et Murs	Résidentiel Allemand	Total*
2015	0,80%	(4,10)%	(0,60)%	2,40%	(0,10)%
2014	0,70%	(1,50)%	(0,60)%	1,80%	0,20%

* En 2015, hors logistique classée en activité abandonnée

En tenant compte des variations de périmètre, la croissance des loyers bruts part du groupe s'établit en 2015 et en 2014 à respectivement 4,6 % et 6,2 %. En 2014, la croissance provient essentiellement de la consolidation de l'activité résidentielle allemande, venant plus que compenser les sorties de périmètre. En 2015, la progression résulte également des acquisitions, notamment en résidentiel allemand et du renforcement de FDR au capital de FDM, ces mouvements venant une fois encore, plus que compenser les cessions d'actifs.

Les coûts de fonctionnement nets part du groupe s'établissent à 55,5 M€ en 2015 après retraitement et représentent 11 % des loyers nets, (11,1 % en 2014). Rapportés à la valeur du patrimoine part du groupe¹⁴, soit 10 988 M€, les frais de gestion représentent 51 points de base.

Compte tenu de la baisse du résultat des autres activités, parkings et promotion, le résultat opérationnel récurrent progresse de 4,4 %, contre 5,1% pour les loyers nets, pour s'établir à 468,7 M€ ce qui représente une marge de 95,4 %.

Tout comme FDM, l'Initiateur a mis à profit le contexte de baisse des taux pour renégocier une partie de ses dettes et pour en allonger la maturité ; son coût moyen passe ainsi de 3,29 % à 2,8 %, et la durée résiduelle des emprunts de 4,1 à 5 ans. En conséquence, comme indiqué dans le compte de résultat part du groupe retraité, le résultat avant impôt et le résultat net avant activités abandonnées progressent respectivement de 9,1 % et de 9,5 %.

Rapporté aux fonds propres part du groupe, le RNR fait ressortir, selon nos calculs, un retour sur fonds propres moyens de 7,5 % en 2015, contre 7,4 % en 2014, étant précisé que la Société a procédé en mars 2015, à une augmentation de capital égale à 6 % de ses capitaux propres consolidés de fin 2014.

Rentabilité des bénéfices	2014	2015
RNR / Loyers nets retraités pdg	65,4%	65,9%
ROE capitaux propres d'ouverture*	7,3%	7,5%
ROE récurrent moyen	7,4%	7,5%
ROE du RNpdg publié IFRS	2,8%	10,8%

* Majorés de l'augmentation de capital en 2015

Selon nos calculs, le coût des fonds propres de FDR s'établit à 8,94 %, contre 6,96 % pour FDM, en raison d'un recours plus prononcé au levier d'endettement. Ce taux tient compte de son bêta (0,53) et de sa taille. Dans un modèle de rente de survaleur simplifié, identique à celui précédemment exposé pour FDM, la croissance implicite nécessaire pour atteindre le cours de bourse est de 21,7 %. Dans la mesure où le ROE récurrent de FDR en 2015 est inférieur à son coût des fonds propres estimé par nos soins, il est peu probable que les investisseurs anticipent un taux de croissance aussi élevé. En revanche, il nous semble vraisemblable que le

¹⁴ Hors droits tel qu'indiqué dans le document de référence 2015, page 20.

marché s'attend à une baisse du levier d'endettement de la société. En effet, ce dernier calculé en rapportant l'endettement net¹⁵ à la capitalisation boursière ressort selon nos calculs à 94 % contre 31 % pour FDM. Par ailleurs, il est probable qu'il soit également anticipé la réalisation régulière de plus-values de cession.

Le bilan fonctionnel de la Société est résumé dans les deux tableaux ci-dessous.

Bilan fonctionnel actif en M€	2014	2015	Bilan fonctionnel passif en M€	2014	2015
Concessions, goodwill et autres incorporels	144,9	37,9	Capitaux propres - part du groupe	4 158,0	4 639,3
Immeubles de placement	14 535,3	15 728,5	Intérêts minoritaires	3 141,7	3 088,9
Immeubles d'exploitation et autres corporels	79,6	88,8	Provisions et retraites	60,9	105,9
Immobilisations d'exploitation	14 759,8	15 855,2	Impôts différés passifs nets	244,6	337,6
Stocks et en-cours	72,9	42,7	Emprunts nets de trésorerie	7 891,8	8 547,3
Créances clients	264,3	266,7	Dérivés nets	557,7	543,3
Autres créances	55,1	61,6	Capitaux engagés	16 054,7	17 262,4
Charges constatés d'avance	9,9	14,0			
Dettes fournisseurs	(86,8)	(111,1)			
Autres dettes	(233,8)	(213,9)			
Produits constatés d'avance	(37,2)	(18,6)			
BFR / (EFR)	44,5	41,4			
En % des loyers nets	5,6%	5,1%			
Actif d'exploitation	14 804,3	15 896,6			
Créances/(dettes) sur cessions	70,8	(72,7)			
SME	188,7	179,4			
Actifs financiers hors dérivés	192,8	217,2			
Actifs destinés à la vente	534,5	902,6			
Activités abandonnées nettes	263,6	139,3			
Actif hors exploitation	1 250,4	1 365,8			
Total	16 054,7	17 262,4			

La valeur des immeubles de placement progresse à 15 728,5 M€ en dépit l'augmentation de la catégorie des actifs destinés à la vente. Avant reclassement, la valeur du patrimoine¹⁶ croît de 9 %, dont 4,4 % à périmètre constant part du groupe. L'augmentation des actifs destinés à la vente, passés de 535 M€ à 903 M€, résulte principalement des 45 actifs sous promesse de vente à AccorHotels, pour 361,5 M€.

Net de trésorerie, le montant des emprunts s'établit à 8 547 M€, ce qui après déduction des valeurs d'actifs destinés à la vente et des activités abandonnées, représente 48 % de la valeur des immeubles de placement. S'il est tenu compte de la valeur théorique des couvertures de taux, ce ratio passe à 51 %.

¹⁵ Endettement net part du groupe hors valeur des dérivés et après cession des actifs destinés à la vente et des activités abandonnées.

¹⁶ Y compris actifs destinés à la vente et activités abandonnées.

Comme pour FDM, l'évolution cumulée de la trésorerie brute chez FDR au cours des deux derniers exercices, soit 32,8 M€, a été modeste, telle que détaillée ci-après.

Tableau de flux de trésorerie	31/12/2014	31/12/2015	Cumul
Résultat net total consolidé des activités poursuivies	95,6	667,3	762,9
Dotations nettes aux amortissements et provisions	41,6	80,4	122,0
Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	136,3	(303,4)	(167,1)
Autres produits et charges	41,4	42,2	83,6
Impôt différé	81,1	34,4	115,5
Marge brute d'autofinancement	396,1	520,9	916,9
En % des loyers nets	49,6%	64,3%	57,0%
Investissements	(794,9)	(959,8)	(1 754,7)
Produits de cession d'actifs	598,6	711,0	1 309,5
Variation des prêts et avances consentis	113,6	(42,6)	71,0
Flux liés aux activités abandonnées	258,3	(12,1)	246,3
Variation de BFR y.c. impôt	(3,0)	38,3	35,3
Sous-total	172,6	(265,3)	(92,7)
Cash flow avant variation de l'endettement	568,7	255,6	824,2
Flux liés à l'endettement	(63,9)	(487,1)	(551,0)
Cash flow libre pour l'actionnaire	504,7	(231,5)	273,2
Variation des capitaux propres	303,9	314,3	618,2
Dividende groupe	(262,7)	(269,4)	(532,1)
En % du résultat net IFRS pdg	222%	56%	89%
En % du résultat net récurrent RNR pdg	84%	81%	82%
Dividende hors groupe	(163,7)	(159,6)	(323,3)
Total dividendes consolidés	(426,4)	(428,9)	(855,3)
En % de la MBA	108%	82%	93%
Changement de principe comptable	(3,3)	-	(3,3)
Sous-total	(125,8)	(114,7)	(240,4)
Variation de trésorerie brute	378,9	(346,2)	32,8

Au cours de cette période, la Société dégage une Marge brute d'autofinancement (ou MBA) en progression, passant de 49,6 % à 64,3 % des loyers nets consolidés. La marge brute cumulée sur la période, soit 917 M€, a été pour 41 % consacrée à l'investissement net des produits de cession (374 M€), essentiellement en 2015, et pour 60 %, au désendettement (551 M€), également en 2015. Par ailleurs, les flux liés aux activités abandonnées apportent un complément de ressource équivalent à 27 % de la MBA, soient 246 M€. En 2015, les investissements concernent principalement l'acquisition d'actifs résidentiels en Allemagne pour 725 M€, l'augmentation du taux de détention dans FDM, pour 465 M€, et l'acquisition de participations dans le résidentiel en Allemagne pour 347 M€.

Enfin, entre les augmentations de capital intervenues en 2014 et en 2015, soit un cumul de versements de 618 M€, et des dividendes cumulés de 855 M€, les flux entre le groupe et ses actionnaires se soldent par un flux net de distribution en leur faveur de 240 M€.

Rapporté au résultat net récurrent et à la MBA, le taux de distribution cumulé s'établit respectivement à 82 % et à 93 % en moyenne pondérée sur les deux exercices.

4.

EVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

En l'espèce, l'objectif de nos travaux est d'apprécier la parité d'échange proposée dans le cadre de la présente Offre. Ce type d'analyse repose classiquement sur la comparaison d'agrégats caractéristiques du niveau d'activité ou de la performance financière de chacune des sociétés. Toutefois, une telle approche ne permet pas de conclure sur la pertinence de la parité censée refléter des valeurs, sauf à établir le lien entre ces grandeurs et la valeur des titres, ce qui est redondant avec une analyse fondée directement sur la valeur des titres.

Pour des sociétés cotées, cette analyse peut être établie directement par comparaison des cours de bourse, pour autant qu'il ne soit pas mis en évidence une anomalie dans la formation des cours et que ces cours reflètent un niveau d'information satisfaisant et équivalent pour les deux entités. Enfin, dans le cas des sociétés foncières cotées, nous disposons par ailleurs de l'évaluation à dire d'expert de l'ensemble des actifs immobiliers, ce qui permet de calculer un actif net réévalué selon différentes modalités que nous exposerons ci-après.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 *Pesées relatives d'agrégats financiers ou opérationnels*

Couramment, les montants comparés dans ce type d'exercice sont le chiffre d'affaires, les soldes intermédiaires de gestion et, le cas échéant, des indicateurs volumétriques d'activité. Comme exposé précédemment, cette approche s'apparente davantage à un exercice d'analyse financière comparative qu'à un exercice d'évaluation proprement dit, sauf à établir le lien reliant ces grandeurs à la valeur, ce qui est redondant avec une analyse des pesées relatives directement fondée sur la valeur. De ce fait, nous excluons ce type d'approche, ce qui ne nous dispense pas de mener une analyse des facteurs explicatifs de la valeur dans le cadre des méthodes retenues, laquelle peut reposer, bien évidemment sur la mise en évidence de liens entre certains agrégats financiers et opérationnels, et la valeur.

4.1.2 *Actualisation et capitalisation de dividendes*

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels.

Il convient de rappeler que la norme IAS 40 laisse aux sociétés foncières le choix de comptabiliser l'ensemble de leurs actifs de rendement, soit à la juste valeur, i.e. à la valeur de marché des actifs déterminée à dire d'expert¹⁷, soit à leur prix de revient amorti en fonction des différents composants constitutifs des bâtiments affectés d'une durée probable d'usage

¹⁷ Mis à part les actifs sous promesse de vente pour lesquels est privilégié le prix de vente sur l'estimation de la valeur.

Tout comme la majorité des SIIC, FDM et FDR ont opté pour la comptabilisation en valeur de marché de leurs actifs immobiliers de rendement. Cette dernière traduit une vision de la gestion du patrimoine principalement centrée sur l'arbitrage et la recherche de plus-values, à l'image d'une société de portefeuille détenant des actifs financiers. Cette option se traduit par la disparition des dotations aux amortissements des immeubles dans les comptes consolidés. A l'inverse, la comptabilisation des actifs au coût historique amorti, retenue par une minorité de SIIC, revient à adopter le point de vue d'une détention permanente des actifs qui tient compte, au travers de la dotation aux amortissements, de la mise en réserve du coût de reconstitution des actifs.

Si les deux points de vue sont parfaitement acceptables, il n'en reste pas moins que les foncières ont, en bourse, un statut économique de sociétés de rendement, lequel s'est traduit dans le droit par l'avènement du régime fiscal des SIIC¹⁸ et l'obligation de distribution qui lui est attachée, soit 95% des bénéfices exonérés tirés de leurs revenus locatifs, 60% des plus-values de cessions d'actifs et la totalité du dividende des filiales elles-mêmes assujetties au régime SIIC. Cette obligation est calculée sur la base du résultat net fiscal des SIIC, c'est-à-dire après dotations aux amortissements. De ce point de vue, la disparition des dotations aux amortissements du fait de la norme IAS 40, nuit à la compréhension du taux de distribution réel des SIIC au niveau consolidé, le rapport du dividende au résultat net avant dotations aux amortissements ne permettant pas d'appréhender ce taux selon nous.

Une approche de la valeur fondée sur le dividende nécessiterait d'établir un niveau de distribution normatif reposant sur une estimation de la part de plus-values et de résultat ordinaire dans le bénéfice récurrent attendu après dotations aux amortissements. Toutefois, aucune des deux sociétés n'établissant de plan d'affaires consolidé, une telle approche ne peut être mise en œuvre.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. En revanche, des modèles de prévision fondés sur la capacité distributive totale, i.e. sur le cash-flow libre pour l'actionnaire, permettent d'estimer le taux de rendement interne exigible pour les actions cotées, et partant, de connaître le taux d'actualisation requis pour évaluer des sociétés par la méthode du DCF (cf. infra).

A titre informatif, sur la base des trois dernières distributions rappelées dans le tableau ci-après, il ressort un poids relatif du dividende de Foncière des Murs compris entre 30,2 % et 36 % de celui de Foncière des Régions. Comparée à ces derniers, la parité offerte d'une action Foncière des Régions pour trois actions Foncière des Murs fait ressortir des primes et des décotes comprises entre - 7,5 % et 10,2 %.

Parité des dividendes

Exercice de détachement	Taux de distribution*		Dividende FDR en €/action	Dividende FDM en €/action	FDM/FDR	Prime/(décote) de la parité offerte
	FDR	FDM				
2013	146%	129%	4,20	1,27	30,2%	10,2%
2014	141%	304%	4,30	1,55	36,0%	-7,5%
2015	139%	291%	4,30	1,55	36,0%	-7,5%

*Taux de distribution du résultat social

4.13 DCF global

¹⁸ Les « Sociétés d'investissement immobilier cotées » ne sont pas imposables sur leurs bénéfices tirés de leur activité immobilière.

Aucune des deux sociétés ne produisant de plan d'affaires consolidé, il n'a pas été possible de mettre en œuvre leur évaluation globale par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, ou DCF¹⁹. En revanche, il peut être remarqué que les valeurs d'actifs retenues par les deux sociétés pour le calcul de leurs ANR (cf. les méthodes retenues infra) reposent généralement sur trois approches²⁰, parmi lesquelles figure le plus souvent la méthode du DCF, appliquée à l'échelle de chaque immeuble, projet en cours ou portefeuille d'actifs faisant l'objet d'une expertise immobilière distincte.

Nous rappelons que la méthode du DCF est qualifiée d'intrinsèque car elle est supposée ne reposer que sur les flux prévisionnels générés par l'actif évalué, sans recours à aucun procédé analogique, i.e. sans l'application d'un multiple. Par conséquent, la méthode du DCF appréhende les flux jusqu'à exhaustion de la richesse créée par cet actif. Selon cette définition littérale, les prévisions de flux futurs tirés d'un actif immobilier devraient intégrer, en plus des grosses réparations nécessaires à la location des actifs, le coût de leur restructuration voire de leur reconstruction²¹. Or nous remarquons que les DCF mis en œuvre dans le cadre des expertises immobilières n'intègrent que par exception les coûts de restructuration complète des actifs parvenus en fin de vie utile. En effet, la survenance de cette restructuration excède généralement l'horizon de prévision retenu pour le calcul du DCF, à savoir une dizaine d'années, ou la durée ferme résiduelle des baux. Au terme de cet horizon, les expertises immobilières retiennent généralement une hypothèse de revente en l'état, par capitalisation d'un loyer reflétant (i) des conditions de marché normatives anticipées, (ii) la probabilité de reconduction du bail en cours et (iii) la vétusté du bien, laquelle est fonction du niveau d'entretien pris en compte dans les prévisions. En d'autres termes, nous ne sommes pas en mesure d'établir que le niveau d'investissement retenu pour le calcul du cash-flow normatif reflète bien la prise en compte de l'effort de restructuration périodique à consentir pour assurer la location à l'infini de l'actif. Il conviendrait pour ce faire de comparer la valeur découlant du DCF d'expertise immobilière avec un scénario dans lequel la valeur résiduelle prendrait en compte une quote-part de l'investissement normatif à consentir pour assurer la restructuration en fin de vie utile de l'actif.

Il convient de noter par ailleurs que le taux d'actualisation retenu dans les expertises immobilières fait l'objet d'une estimation propre à chaque actif évalué qui ne se fonde pas explicitement sur le MEDAF²² ni ne dépend du levier d'endettement de son propriétaire. Par conséquent, il n'est pas établi que le taux retenu en moyenne pour évaluer les actifs immobiliers individuellement serait égal à celui retenu globalement pour actualiser le cash-flow consolidé du groupe. Sur la base d'une approche boursière, selon nos propres abaques, le coût moyen pondéré du capital de FDR s'établit à 6,0 % et celui de FDM à 5,8 %. Ces taux semblent légèrement inférieurs à ceux retenus dans les expertises immobilières réalisées pour chacune des deux sociétés.

Compte tenu de ce qui précède, le DCF d'expertise immobilière apparaît comme une méthode partiellement ajustée pour les besoins du secteur, qui permet de déporter dans le temps l'application d'un taux de capitalisation pour le calcul d'une valeur résiduelle, en tenant compte, sur un horizon explicite, de l'évolution prévisible des loyers et des investissements à consentir pour parvenir à un loyer normatif précédant la revente de l'actif. La méthode du DCF telle que mise en œuvre dans les expertises immobilières est donc l'approche

¹⁹ Discounted cash flow.

²⁰ L'estimation du prix du m² par comparaison avec des transactions, la capitalisation des loyers nets de charge et le DCF.

²¹ Pour ceux d'entre eux qui ne présenteraient pas de qualités architecturales suffisantes pour être préservés ou qui se verraient frappés d'une obsolescence technique nécessitant leur démolition.

²² Modèle d'équilibre des actifs financiers

préférentielle pour les actifs en cours de restructuration ou en développement pour lesquels la méthode de la capitalisation du loyer net normatif, ou méthode du rendement, se montre peu adaptée.

En effet, entre l'approche à forte composante intrinsèque du DCF d'expertise immobilière et l'approche purement analogique par comparaison des prix de transactions au m² observés pour des actifs comparables, les expertises immobilières reposent également sur la méthode du taux de capitalisation. Elle consiste dans le rapport du loyer normatif net de charges sur un taux de rendement exigé ou *taux de capitalisation*. Cette approche peut-être vue soit comme un calcul de rente perpétuelle²³, ce qui équivaut à une version simplifiée de la méthode du DCF, soit comme l'application d'un multiple de valeur d'entreprise²⁴, ce qui l'apparente à une méthode de type analogique. Dans les deux cas, le taux de capitalisation ainsi retenu n'est pas issu d'observations boursières, mais de prix de transaction immobiliers. Pour information, le taux de capitalisation moyen pondéré retenu dans les expertises immobilières de FDR s'établit à 5,8 %, contre 5,9 % pour FDM.

Nous remarquons que les trois méthodes retenues dans les expertises immobilières conduisent en général à des valeurs proches, avec toutefois une légère décote du DCF comparé à la valeur résultant des deux autres approches. De ce point vue, et en maintenant les réserves exprimées précédemment sur la nature intrinsèque du DCF d'expertise immobilière, il peut être considéré que le calcul d'ANR tel qu'il est pratiqué dans le secteur des SIIC relève d'une approche multicritères (cf. infra, les méthodes retenues).

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Cours de bourse

Les cours de bourse des deux sociétés sont analysés en annexes 7.3 et 7.4.

Le cours de bourse de FDM reposant sur un flottant de 9,1 % contre 43,7 % pour celui de FDR, présente une liquidité relativement réduite. Si l'on exclut la période affectée par la précédente offre initiée par FDR et intervenue en 2015²⁵, il ressort en moyenne sur six mois jusqu'au 17 février 2016²⁶, un volume échangé de 3 236 actions FDM par jour, ce qui représente un capital de près de 84 K€ répartis entre 42 ordres. Au cours de la même période, les capitaux échangés sur le titre FDR ont représenté en moyenne 6 214 K€, soit 74 fois plus, répartis entre 1 298 ordres.

En conséquence, la présente Offre consiste en une proposition d'arbitrage entre deux titres de liquidités très différentes, étant précisé par ailleurs que FDM est une commandite par actions au capital organisé par un pacte d'actionnaires et contrôlé par FDR, qui, contrairement à FDM présente une structure actionnariale plus ouverte et sans pacte.

²³ $VE = L/c = L/(k - g) \Rightarrow c = k - g$; où c désigne le taux de capitalisation, k le coût moyen pondéré du capital et g un taux de croissance perpétuel implicite pour assurer l'égalité entre c et $k - g$. VE est la valeur d'entreprise et L le loyer net normatif.

²⁴ $1/c = VE/L$

²⁵ Soit du 20 février 2015, pour l'annonce des cessions de titres par Generali et ACM, et le 5 juin 2015 pour la clôture de l'offre réouverte.

²⁶ Soit la dernière séance de cotation précédant l'annonce du projet d'apport de titres par ACM et de la parité retenue.

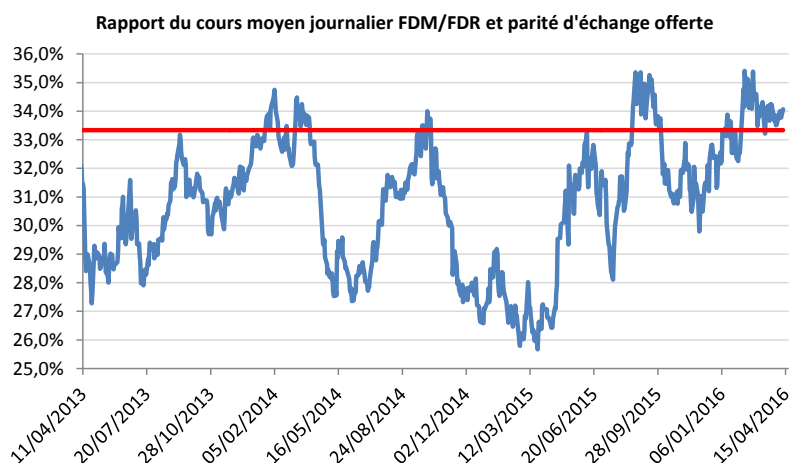
FDM au 17/02/2016 :

Prix moyens et volumes quotidiens	Haut	Bas	Cours moyen pondéré quotidien	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation	Capital échangé moyen quotidien
12 mois	27,59	22,80	24,62	2 216 453	8 726	3,0%	32,8%	99,2%	214 845
6 mois	27,59	24,26	25,88	420 646	3 236	0,6%	6,2%	100,0%	83 754
3 mois	27,07	24,26	25,67	149 064	2 329	0,2%	2,2%	100,0%	59 795
20 jours de bourse	25,90	24,30	25,01	39 357	1 968	0,1%	0,6%	100,0%	49 208
17/02/2016	25,90	25,31	25,66	2 099	2 099	0,0%	0,0%		53 864

FDR au 17/02/2016 :

Prix moyens et volumes quotidiens	Haut	Bas	Cours moyen pondéré quotidien	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation	Capital échangé moyen quotidien
12 mois	98,08	68,93	82,25	24 290 626	94 885	36,5%	83,4%	100,0%	7 804 259
6 mois	87,14	68,93	78,51	10 289 261	79 148	15,4%	35,3%	100,0%	6 213 624
3 mois	86,66	68,93	78,47	5 120 100	80 002	7,7%	17,6%	100,0%	6 277 375
20 jours de bourse	78,89	68,93	74,78	1 917 745	95 887	2,9%	6,6%	100,0%	7 170 455
17/02/2016	74,63	72,29	74,29	72 177	72 177	0,1%	0,2%		5 361 780

Comme l'indique le graphique ci-après, au cours des 36 derniers mois, le poids relatif du cours de l'action FDM s'est situé généralement en dessous de la parité proposée. Toutefois, depuis le 17 août 2015, et jusqu'au 11 avril 2016 (soit au cours des 6 derniers mois), la pesée relative de l'action FDM a été amenée à osciller autour de la parité offerte, en la dépassant dans 48,5 % des cas, et en demeurant inscrite dans une fourchette comprise entre 29,8% et 35,4%. Au cours de cette période, le poids relatif de l'action FDM s'établit à 33,0%.



Si l'on se place au 17 février 2016, soit à la date correspondant à la dernière séance de bourse précédant le communiqué de presse dans lequel ont été présentés les résultats de FDR ainsi que le projet d'apport de titres par ACM, la pesée relative des différentes moyennes du cours²⁷ de l'action FDM par rapport à celles de l'action FDR s'établit dans une fourchette comprise entre 29,6 % et 33,3%. Comparée à ces dernières, la parité offerte d'une action Foncière des Régions pour trois actions Foncière des Murs fait ressortir des primes et des décotes comprises entre 11,4 % et -0,3 %.

²⁷ Cours moyen de chacune des séances, pondéré par les volumes échangés durant la séance.

Si l'on ajuste les moyennes de cours du dividende qui sera payé en 2016 préalablement à l'ouverture de l'Offre par chacune des deux sociétés, la parité offerte fait ressortir des primes comprises entre 0,2 % et 12,6 %, comme indiqué dans le tableau ci-après. L'effet du détachement de coupon sur les poids relatifs s'explique par le fait que l'action FDM présente un rendement supérieur à celui de l'action FDR.

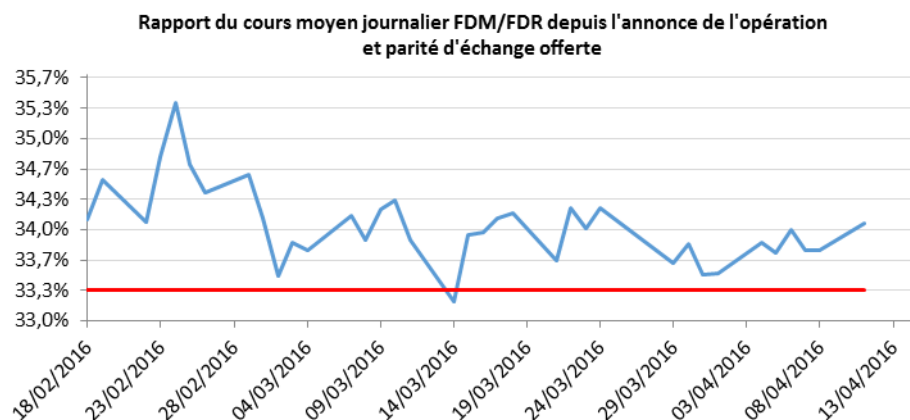
Parité des cours de bourse

Cours moyens journaliers pondérés par les volumes échangés	Coupon 2016 attaché			Prime/(décote) de la parité offerte	Coupon 2016 détaché			Prime/(décote) de la parité offerte
	FDR	FDM	FDM/FDR		FDR	FDM	FDM/FDR	
12 mois	82,25	24,62	29,9%	11,4%	77,95	23,07	29,6%	12,6%
6 mois	78,51	25,88	33,0%	1,1%	74,21	24,33	32,8%	1,6%
3 mois	78,47	25,67	32,7%	1,9%	74,17	24,12	32,5%	2,5%
20 jours de bourse	74,78	25,01	33,4%	-0,3%	70,48	23,46	33,3%	0,2%
Cours moyen du 17/02/2016	74,29	25,66	34,5%	-3,5%	69,99	24,11	34,5%	-3,2%

Source : Euronext et Thomson Reuters

Si l'on considère que le cours de chacune des deux sociétés doit refléter un niveau d'information égal, alors il ressort que la date du 17 février 2016 est, de ce point de vue, inappropriée dans la mesure où FDM avait déjà communiqué depuis le 9 février (après bourse) ses résultats annuels ainsi que son ANR à fin décembre 2015, l'information équivalente n'ayant été communiquée par FDR que le 18 février (avant bourse).

Il convient de remarquer que depuis le 18 février, le cours de l'action FDM ne s'est pas ajusté au niveau de la parité offerte, excepté le 14 mars, date à laquelle le cours moyen de la séance a conduit à une pesée relative de 33,2 %.



Au cours de cette période, couvrant 36 séances de cotation, la pesée relative de l'action FDM s'établit à 34 % en moyenne, coupon attaché ainsi que pied de coupon. Comme indiqué dans le tableau ci-après, ceci implique que la parité proposée aux actionnaires de FDM offre une décote d'environ 2 % sur le critère du cours de bourse post annonce de l'opération.

Parité des cours de bourse* observée depuis le 17 février 2016	Coupon attaché	Coupon détaché
Moyenne sur les cours moyens pondérés journaliers	34,0%	33,9%
Moyenne pondérée par le nombre d'AO FDM	34,1%	33,9%
Moyenne pondérée par les capitaux/FDM	34,1%	33,9%
Moyenne pondérée par les capitaux/FDM+FDR	34,0%	33,9%
Moyenne des approches	34,1%	33,9%
Prime constatée sur la parité offerte	-2,1%	-1,8%

* Cours moyens journaliers pondérés par les volumes de la séance

4.2.2 Actif Net Réévalué

Les synthèses des calculs d'ANR à fin 2015 communiquées par les deux sociétés sont rappelées dans les deux tableaux ci-après :

FDR : passage des capitaux propres part du groupe aux ANR EPRA	En M€	En €/action	En %
Capitaux propres Pdg IFRS	4 639	69,3	87,2%
Mise en juste valeur des immeubles (exploit + stocks)	36	0,5	0,7%
Mise en juste valeur des parkings	25	0,4	0,5%
Mise en juste valeur des fonds de commerce Murs et fonds	3	0,0	0,1%
Dettes à taux fixe	(81)	(1,2)	(1,5)%
Prise en compte de l'augmentation des droits 2016	(31)	(0,5)	(0,6)%
Optimisation des droits de mutations	18	0,3	0,3%
ANR Triple Net EPRA	4 609	68,8	86,7%
Juste valeur des instruments financiers et dettes à taux fixe	347	5,2	6,5%
Impôts différés	192	2,9	3,6%
Juste valeur des ORNANE	170	2,5	3,2%
ANR EPRA	5 318	79,4	100,0%
Droits d'enregistrement	587,0	8,77	11,0%

FDM : passage des capitaux propres part du groupe aux ANR EPRA	En M€	En €/action	En %
Capitaux propres Pdg IFRS	1 777,2	23,98	90,5%
Juste valeur de l'emprunt obligataire	(10,9)	(0,15)	(0,6)%
Prise en compte de l'augmentation des droits 2016	(7,5)	(0,10)	(0,4)%
Juste valeur des actifs murs et fonds	6,2	0,08	0,3%
ANR triple net EPRA	1 764,9	23,82	89,8%
Instruments de couverture	119,6	1,61	6,1%
Fiscalité latente	80,3	1,08	4,1%
ANR EPRA	1 964,8	26,52	100,0%
Droits d'enregistrement	175,1	2,36	8,9%

L'actif net réévalué (ANR) est une méthode d'évaluation retenue lorsque les actifs ou les branches d'activité constituant le patrimoine d'une société peuvent ou doivent être évalués séparément. S'agissant des sociétés foncières, il s'avère que les actifs immobiliers présentent une valeur de marché autonome du reste du patrimoine détenu par leur propriétaire. Si l'unité de base retenue est généralement l'immeuble, il peut être envisagé d'autres échelles d'évaluation, soit pour constituer des portefeuilles d'actifs homogènes, soit dans une optique de gestion de ces actifs, soit encore dans celui de leur cession potentielle à des tiers. Il convient de noter que l'ANR peut être établi selon une optique de liquidation ou selon celle de la continuité de l'activité.

- La première approche implique la réalisation de l'ensemble des actifs et le remboursement ou le rachat de l'ensemble des passifs, le solde résiduel, s'il constitue un boni, constituant un actif net réévalué. Pour parvenir à ce résultat, toutes les méthodes d'évaluation des actifs peuvent être retenues pour autant qu'elles aboutissent à une valeur représentative d'un prix de vente immédiat. Par définition, une approche comparative fondée sur les transactions récentes relatives à des actifs identiques²⁸ est indiquée pour ce faire. Ce calcul d'ANR devrait intégrer toutes les conséquences de cette liquidation et de l'arrêt de l'activité qui en résulterait, à commencer par les droits d'enregistrement, les frais de notaire et d'éventuels intermédiaires, ainsi que les pénalités de remboursement anticipé, de rachat ou de défaisance des passifs et les coûts de licenciement.

²⁸ Méthode par « comparaison de valeurs unitaires » selon la terminologie commune aux documents de référence des deux sociétés.

- L'approche en continuité de l'exploitation supposerait pour sa part de limiter la prise en compte de droits de mutation aux seuls actifs non stratégiques ayant vocation à être cédés. Elle suppose par ailleurs une actualisation des revenus attendus de l'exploitation des actifs jusqu'à exhaustion, ce qui en théorie devrait correspondre à la méthode des DCF, aux spécificités près du DCF d'expertise immobilière précédemment évoquées. Ces DCF devraient enfin être ajustés de la valeur présente des frais généraux nécessaires au fonctionnement de la foncière et des écarts éventuels entre le coût de financement effectif de la dette contractée avec son taux de refinancement lorsqu'elle parviendra à échéance.

Il convient toutefois de souligner qu'aucune des approches en usage pour le calcul des ANR des foncières ne correspond strictement à l'un de ces deux points de vue. Pour cette raison, il convient d'exposer succinctement les différents types d'ANR généralement communiqués par les SIIC ou qu'il est possible de calculer à partir de l'information qu'elles fournissent.

- Les capitaux propres comptables aux normes IFRS

Conformément à l'option offerte par la norme IAS 40, la comptabilisation par les deux sociétés de leurs actifs immobiliers de rendement à leur valeur de marché conduit à une réévaluation des capitaux propres consolidés du montant des plus-values latentes par rapport à la valeur nette comptable au coût amorti de ces actifs. Les capitaux propres consolidés résultant de l'application de l'option pour la juste valeur correspondent donc à un ANR. Dans la mesure où la valeur des actifs immobiliers inscrite dans les comptes consolidés est retenue nette de droits et d'impôt sur les plus-values latentes²⁹, l'optique retenue dans les comptes consolidés est liquidative.

Néanmoins, les capitaux propres consolidés des deux sociétés ne sauraient être assimilés à des ANR liquidatifs au sens strict, les autres postes comptables étant enregistrés dans une optique de poursuite de l'activité. S'agissant plus particulièrement des passifs, il convient de retenir que les emprunts bancaires de FDM et FDR sont généralement émis à taux variables pour être ensuite couverts par des swaps payeurs de taux fixe et, dans une moindre mesure, par des caps, ce qui revient essentiellement pour les deux sociétés à se financer à taux fixe. Toutefois, à la différence d'un financement directement contracté à taux fixe, ces macro-couvertures sont comptabilisées *mark to model*, i.e. sur la base de modèles d'actualisation fondés sur les taux interbancaires, censés refléter leur valeur de marché, *mark to market*, en cas cession. Il résulte de ce mode de comptabilisation que les passifs financiers des deux sociétés sont en large partie inscrits en valeur de marché bien que ces passifs soient majoritairement intermédiés et que leur rachat soit difficilement envisageable. Ces valeurs de marché sont ainsi à distinguer, elles aussi, de leurs valeurs liquidatives, dans la mesure où leur remboursement anticipé ou leur débouclage entraînerait le paiement d'indemnités.

En dehors du fait que l'option de comptabilisation pour la valeur de marché des actifs ne permet pas de connaître le niveau des amortissements sur lequel est assis le taux de distribution fiscal (cf. supra), il convient de relever que l'association européenne des foncières cotées à laquelle adhèrent la plupart des SIIC, l'EPRA³⁰, prescrit un ensemble de normes conduisant à des définitions de l'ANR différentes des capitaux propres consolidés IFRS.

- L'ANR EPRA triple net

²⁹ Pour les filiales étrangères qui ne bénéficient pas d'un régime d'exonération équivalent à celui des SIIC.

³⁰ European Public Real Estate Association.

L'ANR EPRA triple net³¹ repose comme précédemment pour les capitaux propres IFRS des deux sociétés sur la valeur hors droits et nette de fiscalité latente des actifs immobiliers de rendement. Il s'en distingue par l'ajout de la plus-value résultant de la valeur hors droits des actifs immobiliers occupés par la foncière pour ses propres besoins opérationnels, ce qui relève d'une logique liquidative plus poussée que dans l'approche IFRS.

De même, l'ensemble des passifs financiers est évalué en « juste valeur » selon des modèles d'actualisation. Dans le cas des deux sociétés, ceci conduit à maintenir les valeurs des couvertures de taux précédemment retenues dans l'établissement des comptes IFRS, et à réévaluer les dettes émises à taux fixes, ici, essentiellement des obligations convertibles s'agissant de FDR (et de sa filiale Beni Stabili). Comme indiqué précédemment, la réévaluation de l'endettement financier qui est ainsi opérée correspond à un prix théorique de rachat et non à une valeur de remboursement ou de dénouement anticipé laquelle est plus cohérente avec une optique de liquidation s'agissant de passifs intermédiés.

- L'ANR EPRA

Il est d'usage de considérer que l'ANR EPRA se distingue de l'ANR triple net en ce qu'il adopte un point de vue de détention à long terme qui se traduit par l'absence d'arbitrage sur le portefeuille d'actifs, ce qui justifie de ne pas tenir compte de la fiscalité sur les plus-values latentes. De même les passifs sont supposés être portés jusqu'à leur dénouement ce qui justifierait de les maintenir à leur valeur nominale et de ne pas tenir compte de la réévaluation des instruments de couverture.

Ce type d'approche n'est pas satisfaisant. En effet, dans une optique de détention à long terme, la valeur des actifs devrait être basée uniquement sur leur valeur d'usage, i.e. la valeur qui découle du DCF droits inclus, la déduction des droits se justifiant uniquement en cas de revente des actifs immobiliers. Or les valeurs de DCF retenues dans le calcul de l'ANR EPRA comme dans celui des capitaux propres IFRS est hors droits. Inversement, ces valeurs ne reposent pas sur des revenus nets des frais généraux des foncières qu'il conviendrait d'actualiser dans une optique de continuité, c'est-à-dire sur la base d'une formule de rente à l'infini. Par ailleurs dans une optique de continuité de l'exploitation, il n'est pas fondé d'intégrer la plus-value sur les actifs d'exploitation, leur occupation par le personnel de la société étant nécessaire à son fonctionnement. Cette réévaluation qui ne concerne que l'ANR de FDR, représente 0,5 € par action.

Sur la base des informations dont nous disposons, les valeurs capitalisées des frais généraux des deux holdings seraient proches de la valeur des droits à réintégrer dans le cadre d'une évaluation des actifs par le DCF dans une optique de conservation de leur propriété, comme indiqué ci-après :

³¹ Net de la fiscalité sur les plus-values latentes, de la réévaluation des instruments de couverture et des celle des emprunts comptabilisés au coût amorti.

Effet des droits et de la fiscalité latente sur l'ANR	FDR	FDM
Coûts de fonctionnement bruts	(55,5)	(12,9)
Produits couvrant les frais généraux	18,7	2,8
Coûts de fonctionnement nets	(36,8)	(10,1)
Taux d'actualisation	5,96%	5,78%
Taux de croissance perpétuel	1,00%	1,00%
Taux de capitalisation	4,96%	4,78%
Multiple implicite	20,1x	20,9x
Valeur des coûts de fonctionnement capitalisés en M€	(742,0)	(210,6)
Valeur par action = A	(11,1)	(2,8)
Droits et fiscalité latente par action = B	11,0	3,4
Ajustement net de la valeur en continuité = B+A = C	(0,1)	0,6
ANR triple net par action coupon détaché = D	68,8	23,8
En % de l'ANR triple net = C/D	-0,1%	2,5%

Par ailleurs, le non ajustement des passifs financiers n'est pas non plus acceptable, dans la mesure où une hypothèse d'arbitrage parfait entre titres de fonds propres et emprunts intermédiés n'est pas réaliste et où la poursuite de l'activité doit conduire au refinancement de la dette à un taux généralement différent de celui auquel elle a été contractée initialement. En fonction du sens de cet écart, il ressort soit une plus-value soit une moins-value pour l'actionnaire par rapport à la valeur nominale des passifs, l'absence d'écart ne pouvant être qu'une situation exceptionnelle d'identité parfaite entre le coût effectif de la dette et son taux de refinancement. En l'espèce, la baisse des taux jusqu'à leur niveau actuel engendre pour chacune des deux sociétés une réévaluation à la hausse des passifs financiers, cet écart étant supérieur à celui qui serait retenu dans le cadre d'une évaluation en continuité des flux de trésorerie pour l'actionnaire. En effet, du point de vue de ce dernier, cet écart devrait être actualisé au coût des fonds propres de la société, or :

- la valeur des dérivés dans les comptes IFRS est actualisée aux taux interbancaires qui, sans être des taux sans risque, sont néanmoins inférieurs au coût de la dette des foncières et donc à celui de leur fonds propres ;
- de même, l'écart de valeur sur la dette à taux fixe est actualisé au coût de refinancement immédiat de la dette dans la méthode de l'ANR EPRA triple net, ce taux étant inférieur également au coût des fonds propres de chacune des deux foncières.

En tout état de cause, les valeurs individuelles *mark to model* des passifs financiers aux normes IFRS et EPRA sont supérieures à la valeur théorique de leur contribution à un DCF en continuité, étant observé qu'en l'absence d'impôt sur les sociétés, la valeur d'une foncière soumise au régime des SIIC ne bénéficie pas de l'effet positif de la déductibilité des charges d'intérêts, i.e. d'un bouclier fiscal. En d'autres termes, les réévaluations des passifs financiers *mark to model*, biaisent à la baisse la valeur théorique par le DCF des fonds propres de chacune des deux sociétés.

Les ANR des deux sociétés sont affectés dans des proportions voisines par la réévaluation des instruments de couverture. En revanche celui de FDR est plus affecté par la réévaluation de ses emprunts à taux fixes, notamment celle des obligations convertibles. Par solde, l'ANR de FDR est plus affecté par les réévaluations individuelles *mark to model* des passifs financiers, comme indiqué dans le tableau ci-après :

Effet des réévaluations des passifs financiers sur l'ANR	FDR	FDM
Evaluation des couvertures de taux	(80,5)	(108,6)
Réévaluation des emprunts à taux fixe	(266,8)	(10,9)
Réévaluation des Ornanes	(170,1)	-
Total en M€	(517,4)	(119,6)
En € par action = A	(7,7)	(1,6)
ANR triple net par action coupon détaché = B	64,5	22,3
En % de l'ANR triple net = A/B	-12,0%	-7,2%

Comme indiqué dans les deux tableaux suivants, la parité offerte est proche de celle qui découle de la comparaison des ANR EPRA des deux sociétés, calculés au 31 décembre 2015. Après détachement de coupon, la parité fait ressortir une décote de 3,4 % par rapport à la pesée relative telle qu'elle découle des ANR EPRA triple net. Enfin, si dans une optique de continuité de l'exploitation, il est calculé un ANR droits inclus, hors plus-values sur actifs d'exploitation, passifs *mark to model* et frais généraux capitalisés, il ressort alors de la parité offerte, une décote de 6,7 %. Cette décote doit toutefois être considérée comme un majorant, dans la mesure où l'ANR de FDM est, selon toute vraisemblance, sous-estimé du fait de la méthode d'évaluation retenue pour les passifs financiers.

Parité des ANR de Foncière des Régions et de Foncière des Murs coupon attaché

En €/actions	FDR	FDM	Rapport FDM/FDR	Prime/(décote) offerte
ANR EPRA	79,4	26,52	33,4%	-0,1%
Capitaux propres pdg	69,3	23,98	34,6%	-3,7%
ANR EPRA corrigé **	68,9	24,42	35,5%	-6,0%
ANR EPRA triple net	68,8	23,82	34,6%	-3,6%

Parité des ANR de Foncière des Régions et de Foncière des Murs coupon détaché

En €/actions	FDR	FDM*	Rapport FDR/FDM	Prime/(décote) offerte
ANR EPRA	75,1	25,0	33,2%	0,3%
Capitaux propres pdg	65,0	22,4	34,5%	-3,4%
ANR EPRA corrigé **	64,0	22,9	35,7%	-6,7%
ANR EPRA triple net	64,5	22,3	34,5%	-3,4%

** ANR EPRA passifs en juste valeur, droits inclus, frais généraux capitalisés, hors plus-values sur actifs d'exploitation

Sensibilités des ANR aux variations de taux

Dans la mesure où la variation des taux d'intérêts produit un effet d'entraînement de même sens sur les taux de capitalisation, il est probable que la baisse des taux longs intervenue au 1^{er} trimestre 2016, soit 60 points de base³², aura un effet positif sur les valeurs d'expertise, en particulier pour les actifs de qualité à faible taux de capitalisation. En effet, si l'on compare les évolutions des taux de capitalisation des bureaux à Paris Centre Ouest³³ et du rendement des OAT 10 ans, selon nos calculs basés sur les 7 derniers exercices, la baisse du taux sans risque se répercute bien quasiment systématiquement sur celle des rendements³⁴. Pour les actifs de moindre qualité et moins bien situés, ce lien est plus faible, particulièrement pour les actifs les plus spécifiques, i.e. dont la valeur locative est intimement dépendante de l'utilisation qui en est faite par son locataire.

Le levier d'endettement de FDR est plus élevé que celui de FDM, leurs ratios de LTV³⁵ hors droits étant respectivement de 48,0 % et de 33,3 % à fin 2015. En conséquence l'ANR de FDR est plus sensible à une variation théorique de la valeur des actifs. Inversement, comme indiqué précédemment, l'effet relatif de la réévaluation des passifs financiers est plus important pour FDR. Par solde, il nous semble que la baisse des taux intervenue au premier trimestre 2016 aurait un effet légèrement plus favorable pour FDR, mais qui ne modifierait pas sensiblement la pesée relative ressortant des ANR à fin décembre 2015.

En conclusion, il convient de relativiser la portée des ANR, dans la mesure où leurs calculs tant IFRS qu'EPRA présentent une dimension conventionnelle non négligeable et que les valeurs absolues qui en résultent ne sont que très rarement identiques aux cours de bourse. Néanmoins, en dépit de ses imperfections, l'ANR demeure une référence centrale dans l'appréciation de la valeur des SIIC, comme en témoignent les offres publiques que nous avons retenues dans notre échantillon de transactions comparables. Pour cette raison, et du fait de la pratique du secteur, nous retenons ce critère à titre principal.

4.2.3 ANR et cours de bourse

Pour apprécier les portées respectives des comparaisons des cours de bourse et des ANR que nous venons de réaliser, il convient d'apprécier l'écart entre ces deux références.

En l'espèce, les cours des actions FDM et FDR offrent chacun une prime significative sur ANR. Or comme nous l'avons indiqué précédemment, la comparaison des ANR et des cours des deux sociétés ne peut s'envisager qu'à compter du 18 février 2016, date à partir de laquelle les ANR de FDR ont été portés à la connaissance du public. Dans cette perspective, le calcul de la moyenne pondérée au 31 mars 2016 des cours de clôture sur dix

³² OAT TEC 10 entre fin 2015 et le 31 mars 2016.

³³ Source : CBRE Etudes et Recherche trimestrielles

³⁴ Relation du type ; $C_t = \alpha r_{ft-1} + \beta r_{ft}$. Avec C_t désignant le taux de rendement, r_{ft-1} et r_{ft} le rendement des OAT à un an d'intervalle. Le lien entre les rendements immobiliers et les rendements de l'emprunt d'état présente ici un coefficient de détermination ajusté de 96 %.

³⁵ Le ratio de *Loan to value* établie par chacune des deux entreprises consiste à rapporter l'endettement financier, net des placements de trésorerie et de la valeur des actifs sous promesse, à la valeur du patrimoine hors droits hors actifs sous promesse de vente.

séances conduit à une prime du cours de bourse de FDM de 19,2 % sur son ANR triple net contre de 16,6 % pour FDM :

	FDR	FDM	Rapport FDM/FDR	Prime/(décote) offerte
Cours moyens pondérés de clôture sur 10 séances au 31 mars 2016	82,1	27,8	33,9%	(1,5%)
ANR triple net 2015 par action	68,8	23,8	34,6%	(3,6%)
Prime du cours / l'ANR triple net	19,2%	16,6%		

L'existence d'une prime sur ANR n'est pas un phénomène observé pour l'ensemble des SIIC. En effet, sur un échantillon de 20 d'entre-elles que nous avons pu constituer, l'existence d'une prime ne se produit que pour 9 SIIC, soit dans 45 % des cas.

La signification d'une telle prime est à établir. En théorie, l'hypothèse selon laquelle toute acquisition d'actif par une foncière serait créatrice de valeur est peu vraisemblable sur un marché parfait, dans lequel des enchères peuvent être organisées par les vendeurs de ces actifs. Si comme, nous le verrons, la prime du cours de bourse est étroitement liée à la taille de la foncière, il existe un nombre suffisant de foncières de grande taille pour que demeure possible leur mise en compétition lors de la vente d'un actif.

Une autre hypothèse est que les DCF d'expertise immobilière seraient plus prudents que les anticipations des investisseurs boursiers. Comme nous l'avons précédemment indiqué, la progression de la valeur d'expertise des actifs est étroitement liée à la baisse des taux d'intérêts qui favorise la baisse des taux de capitalisation appliqués aux loyers des actifs de rendement et celle du coût de financement des sociétés foncières. Compte tenu du niveau historiquement bas des taux d'intérêt, la poursuite du phénomène de baisse des taux au cours des 10 années à venir ne semble pas être le scénario le plus probable. Par ailleurs, une nette reprise de la croissance des valeurs locatives sans hausse des taux serait un scénario inédit, la croissance économique ayant généralement pour corolaire, si ce n'est une reprise de l'inflation, au moins un effet sur la demande de crédit.

Dans ces conditions, nous n'avons pas d'explication à la prime du cours de bourse d'une foncière sur son ANR, et il convient selon nous à chacun d'apprécier l'opportunité ou le risque que représente l'acquisition d'une action en situation de prime sur ANR.

A défaut de pouvoir justifier l'existence de la prime, nous nous limiterons ici à apprécier les positionnements respectifs de FDM et de FDR dans le segment des foncières cotées à Paris et bénéficiant du régime fiscal des SIIC, étant observé que FDM et FDR présentent des niveaux de primes différents. Pour ce faire, nous menons une analyse par régression de la prime (ou de la décote) sur des variables explicatives que nous identifions par filtrations successives. Au 31 mars 2016, les 20 foncières de notre échantillon (cf. annexe 7.5) ont publié leur ANR depuis 35 jours en moyenne et depuis 7 et 9 jours pour les deux publications les plus tardives.

A l'issue de ce travail, nous parvenons à la conclusion que le niveau de prime est corrélé positivement :

- à la taille de la foncière comme principale variable explicative³⁶ ;
- au taux d'occupation financier de l'exercice 2015 ;
- au taux de rendement moyen du portefeuille d'actifs de l'exercice 2015³⁷.

Il est en revanche corrélé négativement (ces variables étant positives ou exprimées en valeur absolue) :

- au bêta du rendement de l'action calculé sur cinq ans glissants ;
- au coût de l'endettement moyen constaté au cours de l'exercice 2015 ;
- au frais généraux capitalisés rapportés à la valeur réévaluée des actifs.

La qualité de la régression peut être appréciée par son coefficient de corrélation ajusté qui s'établit à 97%³⁸. Sur les 20 sociétés, 16 observations sont retenues et 4 sont exclues car obéissant à des variables non identifiées et présentant de ce fait des niveaux de primes ou de décotes anormalement éloignés de la prédiction du modèle. Il s'agit de :

- Icade, seule foncière à avoir révisé significativement à la baisse l'évaluation de l'une de ses classes d'actifs;
- Gecina et Foncière Lyonnaise qui présentent chacune une progression de la valeur de leur patrimoine à périmètre constant sensiblement supérieure à la moyenne de notre échantillon, et qui ne pouvait sans doute se répercuter dans les cours immédiatement après la publication de leurs ANR. La progression de leurs valeurs d'actifs s'établissent ainsi respectivement à 10,8 % et 15,7 % contre 3 % pour les autres sociétés de notre échantillon pour lesquelles cette information est disponible ;
- Frey, qui offre un profil de développeur de zones commerciales périurbaines, relativement atypique par rapport au reste de notre échantillon.

De cette analyse il ressort que le cours de bourse des foncières est davantage corrélé à l'ANR triple net des foncières qu'au simple ANR EPRA. Par ailleurs, la prime sur ANR de FDR s'explique mieux si l'on ajuste son ANR de la valeur après décote boursière des actifs de sa filiale cotée italienne, Beni Stabili. Ceci nous semble pouvoir s'expliquer par le caractère en effet spécifique du marché immobilier Italien qui a enregistré une baisse de la valeur des actifs au cours des dernières années et qui, de ce fait, ne présente pas le même niveau de valorisation que les autres actifs de FDR et que ceux de FDM. Ainsi en mars 2016, le cours de Beni Stabili enregistre une décote de l'ordre de 20 % par rapport à son ANR alors que FDM et FDR présentent des primes.

³⁶ Plus précisément le logarithme de la capitalisation boursière.

³⁷ Rendement *topped-up* selon la définition EPRA.

³⁸ Les facteurs de la régression sont significatifs au seuil de 6 % pour le moins pertinent, avec une mesure de tolérance de la colinéarité entre les variables explicatives satisfaisante pour chacun des coefficients qui leur est attaché (de 40% à 80%).

Compte tenu de cette analyse, il ressort que la prime du cours de FDR sur son ANR EPRA triple net retraité de la décote boursière des actifs de Beni Stabili s'établit à 23,8 % contre 23,6 % selon notre modèle de marché par régression multiple. Par ailleurs, la prime effective de FDM sur son ANR triple net de 16,6 % se compare avec une prime théorique de 17,5 %.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, il ressort après détachement de coupon, une pesée relative de la valeur théorique de l'action FDM de 34 %. Comparé à cette valeur, la parité proposée offre une légère décote de 2,0 %.

	FDR	FDM	Rapport FDM/FDR	Prime/(décote) offerte
Valeur théorique / action	81,9	28,0	34,1%	(2,3%)
Cours de référence avant détachement	82,1	27,8	33,9%	(1,5%)
Ecart réel / valeur théorique	0,2%	(0,6%)		
Valeur théorique après détachement	77,6	26,4	34,0%	(2,0%)
Cours de référence après détachement	77,8	26,2	33,7%	(1,2%)

Compte tenu du degré de détermination du modèle, qui fait ressortir des différences entre valeurs prédictives et réelles présentant un écart-type de 3,1 %, la distance que nous relevons entre les primes théoriques des deux sociétés et leurs valeurs boursières ne sont pas significatives. Par conséquent, sur la base d'un modèle de marché tel que nous l'avons établi et qui met en relation le cours de bourse et l'ANR EPRA triple net, il ressort que les valeurs boursières de chacune des deux sociétés sont à leurs niveaux théoriques à fin mars et que, compte tenu de leurs caractéristiques réciproques, il est normal que le titre FDR présente une prime supérieure sur son ANR à celle observée pour l'action FDM.

4.2.4 Multiples boursiers

A la différence de l'ANR qui, comme nous l'avons vu, s'apparente à une valeur liquidative, la valeur boursière correspond d'avantage à une valeur en continuité. En conséquence, les évaluations découlant de l'application d'un multiple basé sur la valeur boursière conduisent par construction, elles aussi, à des valeurs en continuité.

La plupart des SIIC ayant opté pour la comptabilisation des actifs de rendement à la juste valeur, leur résultat net est calculé hors dotations aux amortissements sur leurs actifs immobiliers de rendement. Par ailleurs, FDM et FDR publient un résultat net récurrent (RNR) part du groupe retraité des produits et des charges à caractère exceptionnel, ainsi que, conformément aux prescriptions de l'EPRA, des plus ou moins-values de cessions d'actifs, et dans lequel est également neutralisé un certain nombre de produits et de charges calculés, à commencer par la variation de juste valeur des actifs immobiliers et des passifs financiers. Par ces ajustements, le résultat net récurrent s'apparente donc à une marge brute d'autofinancement normative, ou MBA corrigée³⁹, après retraitement des produits et des charges exceptionnels. Il convient de noter par ailleurs que les RNR de FDR et de FDM sont calculés avant dotations nettes aux provisions et aux amortissements des immobilisations hors actifs de rendement.

³⁹ En l'espèce calculée après dotations aux provisions pour risques et charges et résultat net des sociétés consolidées par mise en équivalence.

Dans la mesure où les variations de juste valeur (sur actifs et passifs) ont un caractère exogène, le RNR est un indicateur de la performance de la gestion du management et est plus facile à anticiper par les analystes financiers que le résultat net publié.

Par ailleurs, le périmètre de calcul du RNR étant circonscrit à la part du groupe, ce résultat peut être directement comparé à la capitalisation boursière, à la différence de l'EBE qui se compare à la capitalisation boursière augmentée de l'endettement net et de la valeur des intérêts hors groupe. Pour cette raison, nous privilégions les RNR de FDR et de FDM sur leurs EBE et assimilons leur multiple de RNR à un multiple de MBA, ou P/CF⁴⁰.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, sur le critère du RNR (ou MBA corrigée) par action 2015, la pesée relative de FDM étant de 36,1 %, la parité proposée conduit à une décote de 6,4 %. Toutefois, le multiple de P/CF de FDR étant supérieur à celui de FDM, la décote sur le cours de bourse n'est que 1,5 % au 31 mars. Pour apprécier la prime ou la décote qui découle du critère du RNR, il convient donc, selon nous, de justifier l'écart de multiple de P/CF entre les deux sociétés.

	FDR €/action	FDM €/action	FDM/FDR	Prime/(décote) de la parité offerte
Cours moyen 10 jours au 31 mars 2016 = A	82,07	27,78	33,9%	-1,5%
RNR EPRA 2015 = CF récurrent = B	5,04	1,79	35,6%	-6,4%
P/CF 2015 = A/B	16,29x	15,48x		
Multiple moyen échantillon	19,24x			
Ecart avec la moyenne	-15,4%	-19,6%		

Les RNR par action de chacune des deux sociétés s'établissent comme indiqué ci-dessous :

Calcul des RNR par action

	FDR M€	FDM M€	FDR €/action	FDM €/action	Nombre d'actions moyen dilué	
					FDR	FDM
Résultat net récurrent EPRA * :						
2013	296,7	123,9	4,98	1,93	59 632 122	64 218 777
2014	314,5	120,0	5,00	1,84	62 875 397	65 333 303
2015	332,8	133,0	5,04	1,79	66 040 529	74 101 302
Variation 2015	5,8%	10,8%	0,7%	-2,3%	5,0%	13,4%

* Y compris contribution des activités abandonnées

Pour apprécier le positionnement des multiples respectifs des deux sociétés, nous avons constitué un échantillon de douze SIIC (présenté en annexe 7.6) pour lesquelles nous disposons de prévisions d'analystes, en ce compris FDM et FDR, étant indiqué que nous n'avons connaissance de prévisions budgétaires de la part d'aucune des deux.

A partir de cet échantillon, nous avons établi un modèle d'évaluation par régression linéaire du P/CF 2015 avec :

⁴⁰ P/CF pour *Price to cash-flow* ou multiple de MBA corrigée.

- la croissance attendue de la MBA en 2016, à défaut d'un taux de croissance à moyen terme, cette information n'étant pas disponible pour toutes les sociétés de notre échantillon ;
- le rendement 2015 des actifs selon la définition EPRA *topped-up* par rapport à leur valeur d'expertise, les actifs de qualité se voyant appliquer une prime en termes de multiple.

Il convient de souligner que le levier d'endettement ne s'avère pas une variable explicative significative bien que l'on distingue parmi les foncières une corrélation entre leur niveau d'endettement et le coût de leur dette.

Comme attendu, le multiple de P/CF_{2015} est corrélé positivement avec les deux variables explicatives, significatives au seuil de risque de 0,1 %, la régression présentant un coefficient de détermination ajusté de 92 %. Pour obtenir ce résultat, il a été nécessaire d'exclure ICADE, qui comme précédemment indiqué dans notre modèle explicatif de la prime sur ANR, semble dépendante d'une troisième variable que nous ne sommes pas parvenus à identifier.

Par cette approche, nous parvenons à la conclusion que les multiples de P/CF_{2015} de FDM et de FDR ne présentent pas au 31 mars 2016 d'écarts significatifs avec leurs valeurs théoriques (moins de 3% d'écart). Par conséquent nous confirmons par cette seconde approche la pertinence de l'écart de multiple de P/CF_{2015} relevé entre les deux sociétés.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, l'application des multiples théoriques de P/CF_{2015} conduit à des valeurs par action, coupon détaché, de respectivement 78,67 € et de 27,18 € pour FDR et FDM. Comparé à ces résultats, la parité proposée fait ressortir une décote de 2,1 %.

	FDR €/action	FDM €/action	FDM/FDR	Prime/(décote) de la parité offerte
Multiple observé = A	16,29x	15,48x		
Multiple théorique = B	16,66x	15,98x		
<i>Ecart</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-3,1%</i>		
RNR EPRA 2015 = CF récurrent = C	5,04	1,79	35,6%	-6,4%
Valeur induite par le multiple théorique = B x C	83,98	28,68	34,2%	-2,4%
Dividende	(4,30)	(1,55)		
Valeur induite après détachement	79,68	27,13	34,1%	-2,1%

Néanmoins, compte tenu de la taille réduite de l'échantillon et de l'imprécision du modèle, le critère du multiple boursier nous semble moins robuste que le critère de la prime sur ANR et celui du cours de bourse. Nous ne le retenons donc qu'à titre secondaire.

4.2.5 Transactions récentes sur le capital

Aux termes de deux traités d'apport signés le 15 avril 2016, ACM et cinq fonds gérés par BMO, il est convenu d'apporter à FDR 3 218 769 actions FDM représentant 4,34 %, selon une parité de 3 actions FDM pour une action FDR à émettre qui est identique à la parité proposée dans le cadre de la présente Offre. Les titres apportés par ACM représentent un tiers de sa participation dans FDM et 3,34 % du capital de la société, contre 1,01 % pour les cinq fonds. Il convient de souligner que ces apports ne font mention d'aucune clause particulière susceptible d'être assimilée à un complément de rémunération ou de remettre en cause le traitement égalitaire des actionnaires.

La présente Offre propose la même parité d'échange que celle convenue dans les traités d'apport, à tous les actionnaires de FDM qui envisagent de modifier l'allocation de leurs actifs et souhaitent obtenir une liquidité supérieure, l'intérêt de l'Offre s'arbitrant au cas par cas, en fonction de leur situation actionnariale et des divers frais à supporter notamment en termes de fiscalité ou de frais de courtage.

Par ailleurs les titres de FDM ont fait l'objet d'une précédente offre publique d'achat au prix de 23 €, intervenue durant le premier semestre 2015, consécutive à l'acquisition, à un prix identique de 14,6 % du capital par FDR auprès du groupe Generali et d'ACM, le 23 février 2015. Le prix offert faisait ressortir une prime de 1,5 % sur l'ANR EPRA triple net de fin 2014 et une décote de 7,6 % sur le cours du 19 février précédant l'annonce de l'offre. Ceci confirme le fait que les offres récentes sur des titres de SIIC ont été réalisées à des prix proches de l'ANR, (cf. notre échantillon de transactions comparables infra).

Durant toute la période suivant l'annonce de l'offre et jusqu'à la clôture de la période de réouverture, le 5 juin 2015, le cours de bourse de la société s'est établi en moyenne à 24,31 € pondérée par les volumes, soit un niveau supérieur de 6 % au prix offert. Il convient de noter qu'au total, 75 875 titres ont été apportés à l'offre, représentant 0,1 % du capital. Ce faible taux de réponse pourrait s'expliquer par l'anticipation d'une hausse de l'ANR EPRA triple net entre décembre 2014 et juin 2015, du fait de la baisse des taux de capitalisation. L'ANR triple net a effectivement progressé de 22,65 € par action à 22,97 € après détachement du dividende de 1,55 €, soit une progression d'environ 8 % coupon attaché, au cours des 6 premiers mois de l'année 2015.

Selon nous, cette précédente offre d'achat n'est pas comparable à la présente Offre, dans la mesure où la première était une offre de liquidité en numéraire alors que la seconde est une offre d'arbitrage d'une action contre une autre : contrairement à l'opération précédente, il ne s'agit pas ici de savoir si l'ANR de FDM va s'être apprécié entre la date de la transaction déclenchant l'Offre et sa date d'ouverture, mais plus d'arbitrer, entre deux titres dont les pesées relatives peuvent évoluer.

4.2.6 Evaluation par les transactions comparables

Nous avons retenu les offres publiques intervenues au cours des trois dernières années ayant porté sur des SIIC, soit sept opérations. En moyenne, ces opérations ont été réalisées à un prix proche de l'ANR triple net.

dépôt de l'offre	Cible	Acquéreur	% du capital acquis ou visé (offre et transactions)	Prix moyen en numéraire Prime/ANR triple net	Offre publique alternative d'Echange Prime/ANR triple net
11-mars-16	Foncière de Paris SIIC Sa	Eurosic	100%	8,18%	0,05%
3-sept.-14	SIIC de Paris	Eurosic	100%	-4,73%	na
13-juin-14	Société de la Tour Eiffel	Mutuelle d'Assurance du Bâtiment et des Travaux Publics	4%	(0,17)%	na
17-déc.-15	Cegereal	Northwood investors LLC	98%	(0,47)%	na
31-janv.-13	Klémurs	Klépierre	16%	-	na
16-mars-15	Foncière des Murs	Foncière des Régions	0%	1,55%	na
30-janv.-13	Foncière Sepric	Patrimoine & commerce	37%	(1,7)%	(7,8)%
Médiane				(0,2)%	(3,9)%
Moyenne				0,4%	(3,9)%

S'agissant de la dernière opération en cours qui porte sur les actions Foncière de Paris SIIC SA, il convient de remarquer que si l'offre en titres s'établit sur la parité des ANR EPRA triple net, elle présente en revanche une prime de 20,7 % sur le critère du cours moyen un mois arrêté avant la date de l'annonce de l'offre. Cette prime sur cours de bourse ne nous semble pas transposable dans la mesure où FDM est en situation de prime sur ANR contrairement à Foncière de Paris SIIC SA, avant annonce de l'opération en cours.

Par ailleurs, nous avons exclu l'offre ayant porté sur Foncière des Logements (FDL) déposée en juin 2013 par FDR en raison de la taille réduite de la cible et de sa spécialisation. Pour mémoire, la branche en titre de cette offre présentait une décote de 9,9 % sur le critère de l'ANR EPRA triple net, et une légère prime sur le cours de bourse, l'action FDL présentant une décote sur son ANR à l'inverse de FDR.

Si l'on se réfère à la médiane des prix offerts en numéraire et en titres, il ressort des transactions une décote comprise entre 0,2 % et 3,9 %, soit une décote centrale de 2 %. Cette dernière se compare à la décote de 3,4 % sur l'ANR triple net ressortant de la parité proposée.

Sur le critère des transactions, la parité proposée fait ainsi ressortir une décote de 1,4 %, comme indiqué dans le tableau ci-après.

Transactions comparables comparées à l'ANR triple net	%
Valeur centrale de la décote des transactions / ANR triple net	-2,0%
Décote offerte sur ANR triple net par la parité proposée	-3,4%
Prime/décote sur le critère des transactions	-1,4%

Compte tenu du nombre limité d'opérations, de leurs natures diverses et de la dispersion des primes et des décotes observées, cette approche n'est présentée qu'à titre informatif son résultat n'étant pas significatif d'un point de vue statistique.

4.2.7 Synthèse des primes et des décotes

Le principal critère est selon nous celui de la rémunération des titres FDM apportés par des fonds gérés par BMO et par ACM. Cette rémunération qui s'adresse à des investisseurs institutionnels dont un, ACM, apporte 3,34 % du capital, est une référence incontournable pour tout autre actionnaire institutionnel qui souhaiterait apporter à l'Offre un nombre de titres équivalent.

Par ailleurs, la parité offerte dans le cadre de la présente Offre est en ligne avec le cours de bourse moyen constaté avant annonce de l'Offre. En revanche, si l'on considère le cours postérieur à l'annonce de l'Offre et à la communication du résultat de FDR, c'est-à-dire à partir du moment où les actionnaires ont eu un niveau d'information équivalent sur les performances financières des deux sociétés, alors la parité offerte sur le critère du cours de bourse fait ressortir une légère décote de 1,8 %.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, les autres critères retenus font ressortir des décotes comprises entre 2,0 % et 3,4 %. Enfin, la méthode des transactions comparables conduit à une décote de 1,4 % mentionnée pour information.

Synthèse des primes et des décotes résultant de la parité proposée

Critères et méthodes d'évaluation	Prime/décote	Rapport FDR/FDM	Niveau de pondération qualitative
Apports de titres FDM à FDR selon traités du 15 avril 2016	0%	33,33%	à titre principal
Modèle de marché de la Prime sur ANR ₂₀₁₅	(2,0)%	34,01%	à titre principal
Cours de bourse moyen 1 mois au 17 février 2016	0,2%	33,28%	à titre principal
Cours de bourse moyen du 17 février au 11 avril 2016	(1,8)%	33,94%	à titre principal
ANR ₂₀₁₅ triple net coupon détaché	(3,4)%	34,50%	à titre principal
Modèle de marché du multiple de P/CF ₂₀₁₅	(2,1)%	34,05%	à titre secondaire
Transactions comparables	(1,4)%	33,80%	pour information

5.

ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport de BNP Paribas, ci-après BNP Paribas ou la Banque.

Comme indiqué dans le tableau de synthèse ci-après, BNP Paribas a retenu six méthodes ou références à titre principal⁴¹ et deux à titre indicatif, contre cinq à titre principal, une à titre secondaire et une à titre indicatif dans nos travaux.

Comparaison des méthodes et de leurs résultats

Comparaison des méthodes et de leurs résultats	Prime/(décote) de la parité offerte		Niveau de pondération qualitative	
	BNP Paribas	BM&A	BNP Paribas	BM&A
Apports de titres FDM à FDR selon traités du 15 avril 2015	0%	0%	Principal	Principal
ANR triple net 2015	(3,4)%	(3,4)%	Principal	Principal
Cours de clôture au 17 février	(2,3)%	n/a	Principal	-
<i>Moyenne de cours au 17 février 2016 :</i>				
1 mois	0,5%	n/a	Principal	-
20 jours de bourse	n/a	0,2%	-	Principal
3 mois	2,5%	n/a	Principal	-
6 mois	1,6%	n/a	Principal	-
Moyenne de cours depuis le 18 février	n/a	(1,8)%	-	Principal
RNR ₂₀₁₅	(5,6)%	n/a	Principal	-
Modèle de marché de la Prime sur ANR ₂₀₁₅	n/a	(2,0)%	-	Principal
Modèle de marché du multiple de P/CF ₂₀₁₅	n/a	(2,1)%	-	Secondaire
Dividende	(7,5)%	n/a	Indicatif	-
Transactions comparables	(3,9)%	(1,4)%	Indicatif	Indicatif

Nos travaux respectifs confirment que la parité proposée est identique à celle retenue pour rémunérer les titres FDM apportés à FDR. Par ailleurs, ils ne font ressortir de prime pour la présente Offre que sur les moyennes de cours calculées avant annonce de l'Offre, laquelle est intervenue le 18 février 2016.

5.1 La référence à la rémunération des titres apportés à FDM

Tout comme la Banque, nous retenons comme principale référence, la rémunération retenue pour les apports de titres FDM à FDR qui a été fixée à 3 actions FDM pour une action FDR. Pour notre part, nous estimons que cet apport constitue une amélioration de la liquidité des apporteurs, en particulier pour ACM, et que la parité offerte dans le cadre de la présente Offre présente le même avantage pour tout autre investisseur institutionnel qui souhaiterait à son tour apporter une participation dans FDM de poids équivalent.

5.2 La référence aux cours de bourse

La Banque dans ses travaux retient les cours avant annonce de l'opération, i.e. jusqu'au 17 février 2016. Elle retient ainsi le cours de clôture du 17 février, ainsi que les cours moyens 1, 3 et 6 mois calculés à cette date. Pour notre part et pour cette référence, nous privilégions la moyenne des 20 dernières séances. Par ces approches, nous parvenons à une conclusion identique, i.e. que la parité proposée fait ressortir une légère prime par rapport aux cours moyens calculés avant annonce de l'Offre.

⁴¹ En regroupant au sein d'une seule référence les cours précédant le 18 février.

De notre côté, nous examinons également les cours moyens postérieurs à l'annonce de l'Offre, dans la mesure où les cours antérieurs au 18 février 2016 présentent l'inconvénient de ne pas présenter le même niveau d'information pour l'action FDM et pour l'action FDR, FDR n'ayant communiqué ses résultats annuels et son ANR que le 18 février 2016, contre le 9 février 2016, après bourse, pour FDM.

5.3 La référence à l'ANR

Tout comme la Banque, nous examinons les pesées relatives basées sur l'ANR EPRA triple net des deux sociétés et concluons que la présente Offre fait ressortir une décote de 3,4 % par rapport à ce critère.

En complément, nous examinons la cohérence de la prime offerte par le cours de bourse de chacune des deux sociétés par rapport à leurs ANR, par régression multiple, étant relevé que les deux sociétés ne présentent pas le même niveau de prime. Par cette approche, nous concluons que cet écart de prime nous semble justifié au regard des caractéristiques respectives des deux sociétés.

5.4 Résultat net récurrent et multiple de MBA

A titre principal, la Banque établit une pesée relative des résultats nets récurrents, RNR, EPRA par action des deux sociétés. Cette approche fait ressortir une décote de 5,6 %.

Pour notre part, nous relevons que les multiples induits par les cours de bourse sont légèrement différents entre les deux sociétés et nous analysons cet écart par comparaison avec les autres SIIC. Les RNR des deux sociétés correspondant par leur mode de calcul à des multiples de MBA, nous calculons ces multiples pour les sociétés de notre échantillon et identifions les corrélations entre ceux-ci et les paramètres explicatifs significatifs. Par cette approche, nous parvenons à la conclusion que le différentiel de multiple de RNR observé entre les deux sociétés est cohérent avec les caractéristiques propres à chacune d'entre-elles.

5.5 Autres critères présentés à titre indicatif

Nous examinons les transactions intervenues sur le capital des SIIC et parvenons respectivement à la même conclusion, i.e. que ces transactions ont été réalisées à des prix sensiblement identiques, en moyenne, à l'ANR de la cible. Pour ce faire, la Banque examine les opérations payées en titres uniquement, alors que pour notre part, nous examinons aussi les paiements en numéraire. Compte tenu de la dispersion des résultats, ce critère ne peut être présenté qu'à titre indicatif.

Enfin la Banque a comparé les dividendes qui seront proposés au titre de la prochaine assemblée générale. Pour notre part, nous relevons que ces dividendes sont identiques à ceux de l'exercice précédent, mais que le taux de distribution n'est pas constant d'un exercice sur l'autre. Pour pouvoir anticiper l'évolution de ce taux de distribution, il serait nécessaire de disposer de plans d'affaires pour chacune des deux sociétés. En l'absence de telles prévisions et de données permettant d'apprécier le taux de distribution de chacune des filiales en fonction de son résultat social, nous sommes, pour notre part, dans l'incapacité de porter un jugement sur la pesée relative des dividendes à verser en 2016 par chacune des deux sociétés.

6.CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les parités d'échanges auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par une parité d'échange de 1 action FDR pour 3 actions FDM proposée dans le cadre de la présente Offre :

Synthèse des primes et des décotes résultant de la parité proposée

Critères et méthodes d'évaluation	Prime/décote	Rapport FDR/FDM	Niveau de pondération qualitative
Apports de titres FDM à FDR selon traités du 15 avril 2016	0%	33,33%	à titre principal
Modèle de marché de la Prime sur ANR ₂₀₁₅	(2,0)%	34,01%	à titre principal
Cours de bourse moyen 1 mois au 17 février 2016	0,2%	33,28%	à titre principal
Cours de bourse moyen du 17 février au 11 avril 2016	(1,8)%	33,94%	à titre principal
ANR ₂₀₁₅ triple net coupon détaché	(3,4)%	34,50%	à titre principal
Modèle de marché du multiple de P/CF ₂₀₁₅	(2,1)%	34,05%	à titre secondaire
Transactions comparables	(1,4)%	33,80%	pour information

Afin d'apprécier la parité d'échange proposée par l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui a reposé principalement sur la parité d'échange entre les deux sociétés parties à l'opération, extériorisée par les cours de bourse, les ANR EPRA triple net et par notre propre approche de modèle de marché de Prime/ANR, ainsi que sur l'analyse de la parité d'échange retenue à l'occasion des apports effectués par ACM et les fonds gérés par BMO. Ces critères et méthodes d'évaluation font apparaître des parités d'échange comprises entre 0,333 et 0,345, soit respectivement, entre une prime de 0,2 % et une décote de 3,4 %.

Cette fourchette d'appréciation est corroborée par notre modèle de marché de Price/Cash-flow, retenu à titre secondaire, et par la parité induite par les transactions comparables récentes.

Ainsi, l'ensemble des critères et méthodes retenus conduisent à extérioriser des primes nulles ou insignifiantes, et de faibles décotes. Cependant, après avoir rappelé que l'Initiateur n'envisage ni fusion ni retrait obligatoire, cette Offre nous paraît fournir aux actionnaires désireux de modifier l'allocation de leurs actifs, une possibilité de se positionner sur un titre plus liquide dans des conditions financières identiques à celles dont ont bénéficié les entités ayant participé à l'opération d'apport.

En conséquence, sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'offre publique d'échange proposant une parité d'échange de 1 action Foncière des Régions pour 3 actions Foncière des Murs est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Foncière des Murs.

Fait à Paris, le 27 avril 2016

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés

7. ANNEXES

7.1 Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent FDM

Foncière des Murs

Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent (en M€)	2014				
	Consolidé	Hors groupe	Part du groupe	Retraite- nement	Part du groupe retraité
LOYERS NETS	193,5	17,0	176,5	-	176,5
Coûts de fonctionnement	(9,9)	(1,6)	(8,3)	-	(8,3)
Résultat des autres activités	-	-	-	-	-
Amortissement des biens d'exploitation	(0,0)	(0,0)	-	-	-
Variation nette des provisions et autres	0,3	-	0,3	(0,3)	-
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT	183,9	15,5	168,5	(0,3)	168,2
En % des loyers nets	95,0%	90,7%	95,4%	ns	95,3%
Résultat net des immeubles en stock	-	-	-	-	-
Résultat des cessions d'actifs	0,2	-	0,2	(0,2)	-
Résultat des ajustements de valeur	55,2	1,6	53,6	(53,6)	-
Résultat des cessions de titres	-	-	-	-	-
Résultat des cessions de périmètre	-	-	-	-	-
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	239,4	17,1	222,3	(54,1)	168,2
En % des loyers nets	123,7%	100,4%	126,0%	ns	95,3%
Résultat des sociétés non consolidées	-	-	-	-	-
COÛT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER NET	(55,4)	(3,0)	(52,4)	(0,7)	(53,1)
Ajustement de valeur des instruments dérivés	(61,0)	(2,7)	(58,3)	58,3	-
Actualisation des dettes et créances	(0,1)	-	(0,1)	0,1	-
Variation nette des provisions financières	(6,6)	(0,3)	(6,3)	6,3	-
Quote-part de résultat SME	1,3	-	1,3	3,9	5,2
RÉSULTAT NET AVANT IMPÔTS	117,6	11,1	106,5	13,7	120,3
Impôts différés	(8,5)	-	(8,5)	8,5	-
Impôts sur les sociétés	(0,5)	-	(0,5)	-	(0,5)
RÉSULTAT NET	108,7	11,1	97,6	22,2	119,8
Résultat net hors groupe	(11,0)	n/a	n/a	n/a	n/a
RÉSULTAT NET (PdG)	97,7	n/a	97,6	22,2	119,8

7.2 Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent FDR

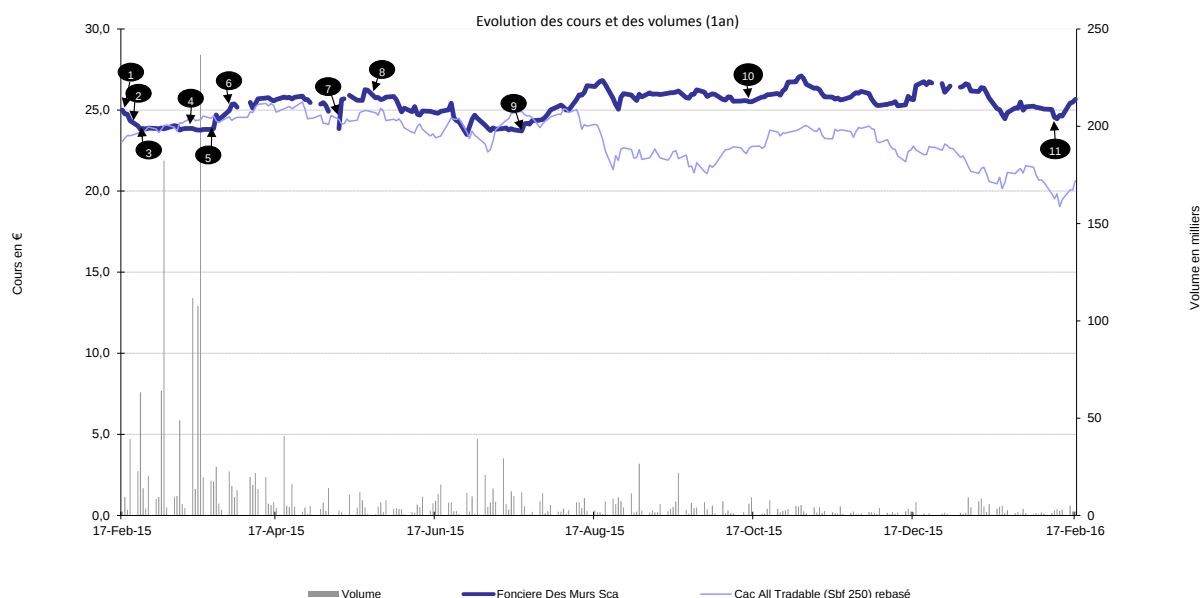
Foncière des Régions

Passage du résultat net IFRS au résultat net récurrent (en M€)	2014				
	Consolidé	Hors groupe	Part du groupe	Retraite-ment	Part du groupe retraité*
LOYERS NETS	799,2	319,6	479,6	1,3	480,9
Coûs de fonctionnement	(85,3)	(31,1)	(54,2)	1,0	(53,2)
Résultat des autres activités	26,9	5,4	21,5	(0,3)	21,2
Amortissement des biens d'exploitation	(15,6)	(5,3)	(10,3)	10,3	-
Variation nette des provisions et autres	(16,4)	(9,2)	(7,2)	7,2	-
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT	708,9	279,5	429,4	19,5	448,9
En % des loyers nets	88,7%	87,4%	89,5%	ns	93,3%
Résultat net des immeubles en stock	(2,1)	(0,9)	(1,2)	1,2	-
Résultat des cessions d'actifs	2,0	1,1	0,9	(0,9)	-
Résultat des ajustements de valeur	167,4	56,8	110,6	(110,6)	-
Résultat des cessions de titres	-	-	-	-	-
Résultat des cessions de périmètre	1,9	0,7	1,2	(1,3)	(0,1)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	878,2	337,3	540,9	(92,1)	448,8
En % des loyers nets	109,9%	105,5%	112,8%	ns	93,3%
Résultat des sociétés non consolidées	0,9	-	0,9	-	0,9
COÛT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER NET	(282,2)	(114,1)	(168,1)	1,7	(166,4)
Ajustement de valeur des instruments dérivés	(303,7)	(120,4)	(183,3)	183,3	-
Actualisation des dettes et créances	(3,3)	(0,1)	(3,2)	3,2	-
Variation nette des provisions financières	(124,0)	(58,6)	(65,4)	65,4	-
Quote-part de résultat SME	21,1	1,2	19,9	(5,6)	14,3
RÉSULTAT NET AVANT IMPÔTS	187,0	45,3	141,7	155,9	297,6
Impôts différés	(81,1)	(41,0)	(40,1)	40,1	-
Impôts sur les sociétés	(10,3)	(3,5)	(6,8)	4,2	(2,6)
RÉSULTAT NET des activités poursuivies	95,6	0,9	94,8	200,2	295,0
Profit ou perte des activités abandonnées	24,0	0,3	23,7	(4,2)	19,5
RÉSULTAT NET	119,6	1,1	118,5	196,0	314,5
Résultat net hors groupe	(1,1)	n/a	n/a	n/a	n/a
RÉSULTAT NET (PdG)	118,5	n/a	118,5	196,0	314,5

* Tel que publié dans les comptes 2015

7.3 Analyse des cours de bourse de FDM

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, Cac All Tradable (SBF 250), du 17 février 2015 au 17 février 2016 :



Renvois	Dates	Evènements
1	17-févr.-15	Annonce des résultats de l'année 2014, marquée par de nouveaux partenariats et la création de FDM Management destinée à acquérir ou développer des hôtels en "Murs et Fonds".
2	20-févr.-15	Communication sur le projet de FDR d'acquérir 14,6% du capital de FDM le 23 février et lancer par la suite une OPA sur le solde des titres au prix de 23 €.
3	23-févr.-15	Acquisition de 14,6% du capital de la société par FDR au prix de 23 € auprès de Generali et ACM.
4	17-mars-15	Dépôt du projet d'offre publique d'achat visant les actions FDM auprès de l'AMF.
5	23-mars-15	Dépôt d'un projet de note en réponse à l'offre publique d'achat.
6	31-mars-15	Déclaration par l'AMF de la conformité du projet d'OPA et publication du calendrier de l'offre.
7	11-mai-15	Fin de la première période d'ouverture de l'offre débutée le 2 avril 2015.
8	25-mai-15	Réouverture de l'OPA du 25 mai au 5 juin 2015 inclus.
9	20-juil.-15	Communication sur les résultats semestriels: résultat net récurrent à hauteur de 63,4 M€ en progression de 9,5% et loyers de 91,1 M€ à fin juin 2015 en hausse de 2,9%.
10	16-oct.-15	Renouvellement du partenariat immobilier avec AccorHotels concernant la location de 80 hôtels pour une nouvelle durée ferme de 12 années et la cession par FDM à AccorHotels de 43 hôtels pour 281 M€.
11	9-févr.-16	Présentation des résultats annuels affichant un bénéfice en progression de 10,8% et un ANR Triple Net EPRA de 23,8 € par action contre 22,7 € /action en 2014.

Au cours sur la première partie de l'année 2015, l'évènement le plus marquant affectant la vie de la société a été l'acquisition par FDR de 14,6% du capital, au prix de 23 € par action. Annoncée le 20 février 2015 et conclue le 23 février, cette transaction faisait ressortir une prime de 1,3% sur l'ANR EPRA triple net à fin 2014. Conformément à la réglementation boursière, FDR a annoncé le dépôt d'une OPA aux mêmes conditions sur le solde des titres de FDM. Déposée auprès de l'AMF le 17 mars 2015, cette offre a été déclarée conforme le 31 mars 2015.

Durant toute la période suivant l'annonce de l'offre et jusqu'à la clôture de la période de réouverture, le 5 juin 2015, le cours de la société s'est établi en moyenne à 24,31 € pondérée par les volumes, soit un niveau supérieur

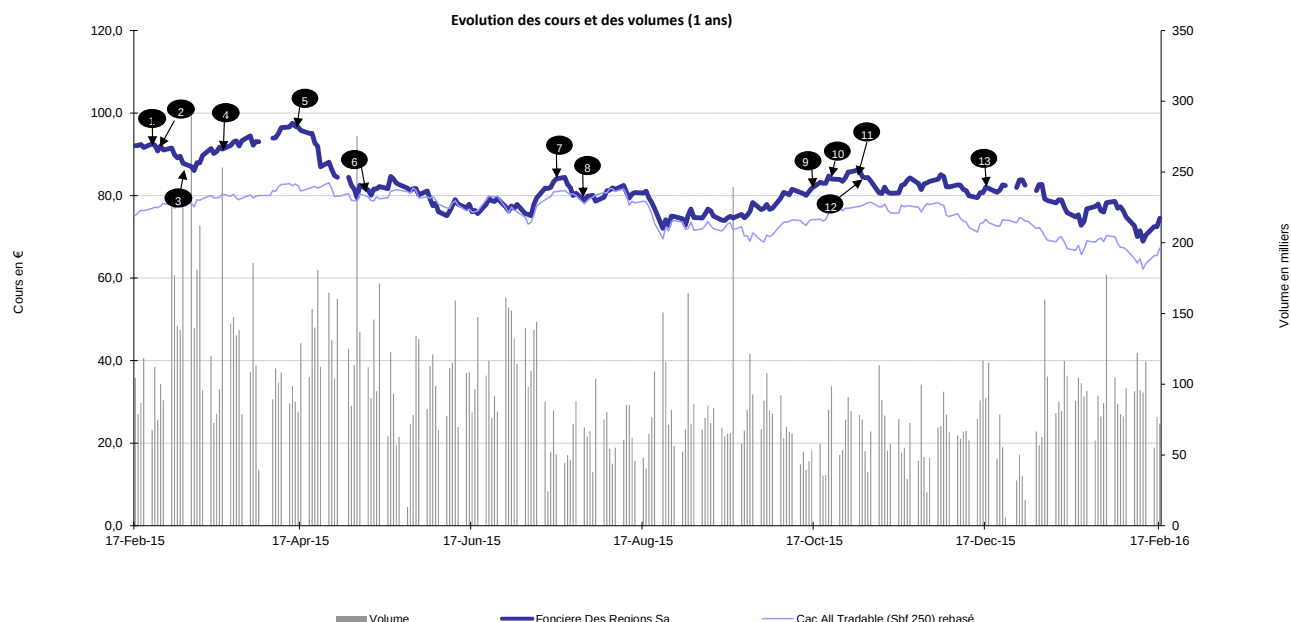
de 6 % au prix offert. Il convient de noter qu'au total, 75 875 titres ont été apportés à l'offre, représentant 0,1 % du capital.

A la suite de la publication des résultats semestriels, le cours qui avait jusqu'alors évolué comme l'indice a connu une phase de surperformance jusqu'au 4 novembre 2015. Depuis cette période, le cours de FDM a enregistré une baisse de 5,3 %, passant de 27,11 € à 25,66 € le 17 février 2016, dans des volumes modestes de 2 360 titres échangés en moyenne par séance. Au cours de la même période l'indice Cac All Tradable affiche pour sa part un recul de 4,8 %, relativement proche de celui du cours de FDM.

Depuis la publication des résultats 2015 et des ANR de la société le 9 février 2016 après bourse, et jusqu'au 17 février 2016, le cours a évolué dans une fourchette comprise entre 24,3 € et 25,90 €, atteints respectivement durant les séances des 10 et 17 février 2016. Au cours de cette période, le cours moyen pondéré s'est établi à 24,95 €, dans des volumes moyens de 3 018 titres échangés quotidiennement.

7.4 Analyse des cours de bourse de FDR

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, Cac All Tradable (SBF 250), du 17 février 2015 au 17 février 2016 :



Renvois	Dates	Evènements
1	20-févr.-15	Annnonce d'une augmentation de capital de 255 M€ dans le but de financer les investissements de l'année et l'acquisition de 14,6 % du capital de FDM, prévue pour le 23 février 2015, ainsi que le lancement d'une OPA sur le solde des titres.
2	23-févr.-15	Acquisition hors marché auprès des assureurs Generali et ACM de 14,6% du capital de FDM au prix de 23 €, portant sa participation dans la société à 43,1%.
3	6-mars-15	Réalisation de deux acquisitions en Allemagne dans les secteurs du résidentiel et de l'hôtellerie, représentant un montant total d'investissement de 367 M€.
4	16-mars-15	Dépôt du projet d'offre publique d'acquisition portant sur les actions de Foncière des Murs auprès de l'AMF.
5	14-avr.-15	Lancement de l'opération SILEX 1 à Lyon Part-Dieu, 1er quartier d'affaires Lyonnais.
6	6-mai-15	Communication sur l'activité du premier trimestre: à périmètre constant, les revenus locatifs restent stables, avec une bonne performance du résidentiel allemand et de l'hôtellerie.
7	15-juil.-15	L'agence de notation S&P relève la notation de FDR de BBB - à BBB.
8	23-juil.-15	Publication des résultats semestriels 2015 avec : une hausse de l'ANR par action et du résultat net récurrent de respectivement 1,8% et 3,7%.
9	16-oct.-15	Renouvellement du partenariat immobilier avec AccorHotels concernant la location de 80 hôtels pour une nouvelle durée ferme de 12 années et la cession par FDR de 43 hôtels pour 281 M€ pour le compte d'AccorHotels.
10	22-oct.-15	Nomination de Christophe Kullman au poste de directeur général de la filiale italienne cotée Beni Stabili.
11	29-oct.-15	Annnonce du lancement d'une OPA, via la filiale en Allemagne Imeo sur le capital de la société immobilière Berlin IV A/S.
12	2-nov.-15	Publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre enregistrant une hausse des loyers de 5,4% à neuf mois.
13	16-déc.-15	Succès de l'OPA menée par Immeo sur le capital de Berlin IV A/S.

Le 20 février 2015 lors de l'annonce de ses résultats 2014, la société fait part de son intention d'acquérir hors marché 14,6 % du capital de FDM et d'initier une OPA sur le solde des titres aux mêmes conditions. FDR annonce également une augmentation de capital de 255 M€ afin de financer ses investissements de l'année, dont l'acquisition des titres FDM. Cette augmentation de capital, qui se traduit par la création de 3 917 722 actions, est proposée au prix de 65€ et souscrite sur une période du 2 au 12 mars 2015.

La transaction sur les actions FDM se réalise au prix de 23 euros le 23 février 2015, auprès de Generali et ACM, portant la participation de FDR dans FDM à 43,05%. Jusqu'au 15 avril 2015, le cours de l'action a évolué comme l'indice, pour ensuite connaître une phase de sous performance jusqu'au 5 mai qui s'est traduite par un recul de 14,7% contre 4,9 % pour l'indice. Durant cette période les principaux événements ont été l'acquisition de près de 2 000 logements et de 22 hôtels B&B en Allemagne pour un total de 367 M€ et le lancement de l'opération SILEX 1, dans le premier quartier d'affaires Lyonnais.

Ensuite, jusqu'à fin août, le cours a évolué comme le marché. Au cours de cette période, la société a publié ses semestriels et sa notation a été relevée par l'agence S&P de BBB - à BBB.

Enfin depuis le 1 septembre 2015 jusqu'au 17 février 2016, le cours de FDR a surperformé l'indice, avec une croissance de 2,3% contre une baisse de l'indice de 6,8%. Cette période a été marquée par l'allongement à une durée ferme de 12 ans des baux de 80 hôtels, dans le cadre du partenariat avec Accor Hôtels et le rachat par ce dernier à FDM de 43 hôtels pour un montant total de 281 M€. Le groupe a aussi lancé début novembre, via sa filiale allemande Immeo, une offre publique sur les titres de la société immobilière berlinoise, Berlin IV A/S, laquelle génère 16 M€ de revenus locatifs. La prise de contrôle effective de celle-ci le 16 décembre 2015 à l'issue de l'offre, fait ressortir un prix de revient de 348 M€.

7.5 Primes et décotes sur ANR

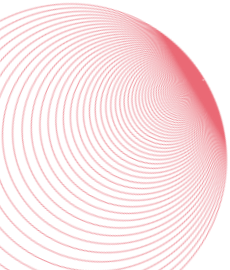
Société	Prime /(décote) sur ANR triple net EPRA **
Fonciere Des Regions Sa	19%
Unibail Rodamco Se	44%
Klepierre Sa	25%
Gecina Sa	(3)%
Mercialys Sa	2%
Ste Foncière Lyonnaise	(16)%
Eurosic Sa	8%
Fonciere De Paris Siic Sa	8%
Terreis Sa *	(18)%
Anf Immobilier Sa	(19)%
Cegereal Sa	(14)%
Societe de la Tour Eiffel Sa	(8)%
Patrimoine Et Commerce Sca	(11)%
Immobiliere Dassault Sa *	(16)%
Fonciere Inea Sa	(17)%
Affine Re Sa	(33)%
Fonciere Des Murs Sca	17%
Icade Sa	(8)%
Altarea Sca	35%
Frey Sa	39%
Moyenne	2%
Médiane	(5)%

* Au 31 mars 2016

* sociétés pour lesquelles l'ANR a été retenu à défaut de publication
d'ANR triple EPRA

7.6 Multiples de P/CF 2015

Société	P/CF EPRA
Fonciere Des Regions Sa	16,5 x
Unibail Rodamco Se	23,4 x
Klepierre Sa	19,3 x
Mercialys Sa	17,0 x
Ste Foncière Lyonnaise	34,0 x
Terreis Sa	22,7 x
Patrimoine Et Commerce Sca	12,7 x
Altarea Sca	13,7 x
Fonciere Des Murs Sca	15,5 x
Gecina Sa	21,2 x
Societe De La Tour Eiffel Sa	15,7 x
Patrimoine Et Commerce Sca	16,3 x
Immobiliere Dassault Sa*	16,5 x



BM&A

Advisory & Support

11, rue de Laborde - 75008 Paris

Tél. 33 (0) 1 40 08 99 50

Fax. 33 (0) 1 40 08 99 99

bma@bma-paris.com

www.bma-paris.com