

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ

EUROSIC

CONSEILLÉE PAR



BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING



CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK

**EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT ET D'ÉCHANGE
SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ EUROSIC**

**ET D'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT ET D'ÉCHANGE SIMPLIFIÉE
VISANT LES OBLIGATIONS SUBORDONNÉES REMBOURSABLES EN ACTIONS
EUROSIC**

INITIÉE PAR



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 30 août 2017, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

Avis important

Conformément aux articles 231-19 et 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet d'Eurosic (<http://www.eurosic.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais sur simple demande adressée à :

Eurosic
1, rue Euler
75008 Paris

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

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L’OFFRE	5
1.1.	PRESENTATION DE L’OFFRE	5
1.2.	SITUATION DES TITULAIRES D’OSRA 2015	7
1.2.1	OSRA 2015 apportées à l’OPA OSRA et à l’OPE OSRA.....	8
1.2.2	OSRA 2015 non apportées à l’OPA OSRA et à l’OPE OSRA.....	8
1.3.	SITUATION DES TITULAIRES D’OSRA 2016	9
1.3.1	OSRA 2016 apportées à l’OPA OSRA et à l’OPE OSRA.....	10
1.3.2	OSRA 2016 non apportées à l’OPA OSRA et à l’OPE OSRA.....	10
1.4.	AJUSTEMENTS DES TERMES DE L’OFFRE	11
1.5.	SITUATION DES BENEFICIAIRES D’ACTIONS GRATUITES EUROSIC.....	11
1.6.	LIQUIDITE OFFERTE AUX BENEFICIAIRES D’ACTIONS GRATUITES NON APORTEES A L’OFFRE	14
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OFFRE	14
2.1.	CONTEXTE DE L’OFFRE	14
2.2.	MOTIFS DE L’OFFRE ET DESCRIPTION DES MODALITES DU RAPPROCHEMENT AMICAL ENTRE EUROSIC ET L’INITIATEUR	15
2.2.1	Présentation synthétique de l’Opération	15
2.2.2	Le Protocole d’Accord.....	16
2.2.3	L’Acquisition des Blocs.....	17
2.2.4	Engagements d’Apport	18
2.2.5	Cessions des Actifs de Diversification.....	19
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D’ADMINISTRATION D’EUROSIC	19
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION	22
5.	INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	22
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L’APPRÉCIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE.....	22
7.	ÉLÉMENTS CONCERNANT EUROSIC SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L’OFFRE	23
7.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	23
7.2.	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L’EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D’ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L’ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	23
7.3.	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	24
7.4.	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	24
7.5.	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D’ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	25
7.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D’ACTIONS ET A L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	25
7.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE.....	25

7.8.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES	25
7.9.	IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE	28
7.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	29
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	30
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	31
10.	PERSONNES ASSUMANT LA REponsABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE..	31

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Gecina, société anonyme à conseil d'administration au capital de 543 725 482,50 euros, dont le siège social est situé 14-16, rue des Capucines, 75002 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 592 014 476, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010040865 (l'« **Initiateur** » ou « **Gecina** »), a déposé le 30 août 2017 un projet d'offre publique alternative d'achat et d'échange simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires et aux titulaires d'obligations subordonnées remboursables en actions d'Eurosic, société anonyme à conseil d'administration au capital de 790 485 264 euros, dont le siège social est situé 1, rue Euler, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 307 178 871, et dont les actions (les « **Actions** »), les OSRA 2015¹ et OSRA 2016² (les OSRA 2015 et les OSRA 2016, ensemble les « **OSRA** »)) sont admises aux négociations sur Euronext Paris respectivement sous les codes ISIN FR0000038200 (compartiment A), FR0012759579 et FR0013162583 (la « **Société** » ou « **Eurosic** »), d'acquérir et/ou d'échanger la totalité de leurs Actions et/ou leurs OSRA dans le cadre de l'offre décrite ci-après (l'« **Offre** ») et dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 août 2017 qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur :

- i. la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, en ce compris toutes les Actions émises et acquises aux bénéficiaires à raison des plans d'actions gratuites (y compris encore attribuables), soit 236 140 Actions à la date du présent projet de note en réponse, étant précisé que la période de conservation pour sa durée restant à courir à la date de l'échange resterait applicable aux actions Gecina reçues en échange, et à l'exception des 2 169 328 actions auto-détenues par Eurosic³, soit :
 - un nombre total de 9 113 893 Actions d'ores et déjà émises ; et
 - les Actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre au titre du remboursement des OSRA (soit un nombre maximal de 369 244 Actions) ; et
- ii. la totalité des OSRA non détenues par l'Initiateur, soit :

¹ Les obligations subordonnées remboursables en actions de la société Eurosic émises en 2015.

² Les obligations subordonnées remboursables en actions de la société Eurosic émises en 2016.

³ Le Conseil d'administration d'Eurosic dans sa réunion du 29 août 2017 a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 2 169 328 actions auto-détenues par Eurosic.

- un nombre total de 58 996 OSRA 2015⁴ ; et
- un nombre total de 310 248 OSRA 2016⁵.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 138 440 Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini Section 1.5 du présent projet de note en réponse) ne pourront pas être apportées à l'Offre et bénéficieront des mécanismes de liquidité décrits Section 1.6 du présent projet de note en réponse.

L'Offre est composée :

- i. d'une offre publique alternative d'achat et d'échange visant les Actions composée :
 - d'une offre publique d'achat aux termes de laquelle les actionnaires d'Eurosic pourront céder leurs Actions au prix de 51 euros en numéraire par Action (coupon 2017 attaché) (l' « **OPA Actions** ») ;
 - d'une offre publique d'échange aux termes de laquelle les actionnaires d'Eurosic pourront échanger 64 Actions (coupon 2017 attaché) contre 23 actions Gecina (coupon 2017 attaché) à émettre (l' « **OPE Actions** »),

(les actionnaires d'Eurosic peuvent apporter leurs Actions soit à l'OPA Actions, soit à l'OPE Actions, soit en combinant l'OPA Actions et l'OPE Actions) ;

- ii. d'une offre publique alternative d'achat et d'échange visant les OSRA 2015 et les OSRA 2016 composée :
 - d'une offre publique d'achat aux termes de laquelle les titulaires d'OSRA d'Eurosic pourront céder leurs OSRA 2015 (coupon attaché) et leurs OSRA 2016 (coupon, devant être payé le 26 septembre 2017 aux titulaires des OSRA 2016, détaché) au prix de 51 euros en numéraire par OSRA 2015 ou OSRA 2016 (l' « **OPA OSRA** ») ;
 - d'une offre publique d'échange aux termes de laquelle les titulaires d'OSRA d'Eurosic pourront échanger 64 OSRA 2015 (coupon attaché) ou 64 OSRA 2016 (coupon, devant être payé le 26 septembre 2017 aux titulaires des OSRA 2016, détaché) contre 23 actions Gecina (coupon 2017 attaché) à émettre (l' « **OPE OSRA** »)

(les titulaires d'OSRA peuvent respectivement apporter leurs OSRA soit à l'OPA OSRA, soit à l'OPE OSRA, soit en combinant l'OPA OSRA et l'OPE OSRA).

⁴ 8 461 538 OSRA 2015 ont été émises en juin 2015 par la société Eurosic (cf. prospectus ayant reçu le visa de l'AMF n°15-250 en date du 2 juin 2015 relatif à l'émission des OSRA 2015 et à l'admission aux négociations sur Euronext Paris des actions nouvelles à provenir de l'exercice des OSRA 2015).

⁵ 9 034 608 OSRA 2016 ont été émises en septembre et novembre 2016 par la société Eurosic (cf. note d'information ayant reçu le visa de l'AMF n°16-150 en date du 26 avril 2016 relative à l' « Offre Publique Alternative d'Achat et d'Echange visant les Actions et Offre Publique Alternative Mixte et d'Achat visant les Obligations Subordonnées Remboursables en Actions de la Société Foncière de Paris » intégrant les caractéristiques des OSRA 2016).

Les termes de l'Offre pourront éventuellement être ajustés conformément aux dispositions de la Section 1.4.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Deutsche Bank AG, Succursale de Paris et Natixis ont, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 30 août 2017. Seule Natixis 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 234-2 du règlement général de l'AMF, le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur, par assimilation aux actions ou aux droits de vote mentionnés au I de l'article L. 233-7 du Code de commerce, du seuil de 30% du capital et des droits de vote d'Eurosic le 4 août 2017 à la suite de l'obtention de l'autorisation de l'Opération (tel que ce terme est défini à la Section 2.2.1 du présent projet de note en réponse) par l'Autorité de la concurrence française permettant à l'Initiateur l'Acquisition des Blocs (telle que décrite et définie Section 2.2.3 du présent projet de note en réponse) portant sur 38 122 108 Actions, représentant 77,16 % du capital⁶ et des droits de vote théoriques d'Eurosic, à sa seule initiative. La réalisation effective de l'Acquisition des Blocs par l'Initiateur est intervenue le 29 août 2017. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement Général de l'AMF.

1.2. Situation des titulaires d'OSRA 2015

A la connaissance d'Eurosic à la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'OSRA 2015 en circulation s'élève à 58 996.

Les OSRA 2015, d'une valeur nominale de 35,75 euros, portent intérêt au taux nominal annuel de 3% entre le 29 juin 2015 et le 29 juin 2018, et au taux nominal annuel de 4,5% entre le 29 juin 2018 et le 29 juin 2021.

Les OSRA 2015 sont remboursables en totalité le 29 juin 2021 (ou le jour ouvré suivant si cette date n'est pas un jour ouvré) par le biais, au choix de la Société :

- de la remise de 3 actions nouvelles de la Société pour 5 OSRA 2015⁷, soit 0,6 action nouvelle par OSRA 2015 (sous réserve des ajustements ultérieurs prévus Section 4.2 « Maintien des droits des titulaires d'Obligations » de la note d'opération des OSRA 2015⁸), après paiement des intérêts exigibles à la date d'échéance ; dans l'hypothèse où, à la date d'échéance, le ratio de remboursement, tel qu'ajusté le cas échéant, serait inférieur à 1, il sera procédé à un ajustement de sorte que le ratio de remboursement soit égal à 1 ; et/ou

⁶ Capital social au 20 juin 2017 de 49 405 329 actions sur une base non diluée.

⁷ A la suite d'une distribution de prime de 2,30 euros par action versée le 30 mai 2017 par Eurosic, Eurosic a communiqué le 26 juin 2017 que le ratio de remboursement des OSRA 2015 s'établissait désormais à 0,686 pour les OSRA 2015.

⁸ cf. prospectus ayant reçu le visa de l'AMF n°15-250 en date du 2 juin 2015 relatif à l'émission des OSRA 2015 et à l'admission aux négociations sur Euronext à Paris des actions nouvelles à provenir de l'exercice des OSRA 2015.

- du paiement d'un montant en numéraire égal à 106% de la valeur nominale de l'OSRA 2015 augmenté des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés.

La Société pourra rembourser les OSRA 2015 en combinant la remise d'actions nouvelles et le paiement d'un montant en numéraire.

Les actions nouvelles émises au titre du remboursement des OSRA 2015 seront assimilées aux actions existantes de la Société, porteront jouissance courante et confèreront à leurs titulaires, dès leur livraison, tous les droits attachés aux actions existantes.

1.2.1 OSRA 2015 apportées à l'OPA OSRA et à l'OPE OSRA

Les titulaires d'OSRA 2015 peuvent apporter leurs OSRA 2015 à l'OPA OSRA et/ou à l'OPE OSRA selon les modalités prévues à la Section 2.2 « Termes de l'Offre » du projet de note d'information de l'Initiateur.

La rémunération des OSRA 2015 dans le cadre de l'OPA OSRA ainsi que la rémunération des OSRA 2015 dans le cadre de l'OPE OSRA ont été déterminées en prenant pour hypothèse que les OSRA 2015 apportées à l'Offre seraient apportées coupon attaché, le coupon devant être payé pour l'année 2016 ayant été payé le 29 juin 2017.

Sans préjudice des dispositions de la Section 1.4, le prix d'achat ou la parité par OSRA 2015 (ainsi que, si nécessaire, le nombre d'OSRA 2015 sur lequel porte l'Offre) sera également ajusté pour tenir compte et neutraliser les modifications pouvant affecter les OSRA 2015 intervenant avant la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.2.2 OSRA 2015 non apportées à l'OPA OSRA et à l'OPE OSRA

Les OSRA 2015 ne donnent pas de droits spécifiques aux titulaires d'OSRA 2015 qui n'apporteraient pas leurs OSRA 2015 à une offre publique.

L'attention des titulaires d'OSRA 2015 est attirée sur le fait que, en application de l'article L. 433-4 IV du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire visant les OSRA afin de se voir transférer les OSRA non apportées à l'Offre si les Actions non apportées à l'Offre détenues par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par Eurosic et des actions gratuites Eurosic faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) et les actions Eurosic susceptibles d'être émises au titre du remboursement des OSRA non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 5 % de la somme des Actions existantes et des actions Eurosic susceptibles d'être créées du fait du remboursement des OSRA, moyennant une indemnisation des titulaires d'OSRA égale au prix de l'OPA OSRA. Il est précisé que la note d'opération des OSRA 2015 autorise, à cet effet, la Société à procéder, à son gré, à tout moment à l'amortissement anticipé de tout ou partie des OSRA 2015 sans limitation de prix ni de quantité, soit par rachat en bourse ou hors bourse, soit par offres de rachat ou d'échange.

Pour plus d'informations sur les caractéristiques des OSRA 2015, le lecteur est invité à se référer au prospectus ayant reçu le visa de l'AMF n°15-250 en date du 2 juin 2015 relatif à l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris des actions nouvelles à provenir de l'exercice des OSRA 2015.

1.3. Situation des titulaires d'OSRA 2016

A la connaissance d'Eurosic à la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'OSRA 2016 en circulation s'élève à 310 248.

Les OSRA 2016, d'une valeur nominale de 36,65 euros, donnent droit à une rémunération en numéraire jusqu'à la date d'échéance sur la base d'un intérêt annuel de 5,5%.

Les OSRA 2016 sont remboursables en totalité le 26 septembre 2023 par le biais, au choix de la Société :

- de la remise de 3 actions nouvelles pour 5 OSRA 2016⁹, soit 0,6 action nouvelle par OSRA 2016 (sous réserve des ajustements ultérieurs prévus Section 4.2 « Maintien des droits des titulaires d'OSRA Eurosic » de la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150¹⁰), après paiement des intérêts exigibles à la date d'échéance ; dans l'hypothèse où, à la date d'échéance, le ratio de remboursement, tel qu'ajusté le cas échéant, serait inférieur à 1, il sera procédé à un ajustement de sorte que le ratio de remboursement soit égal à 1 ; et/ou
- du paiement d'un montant en numéraire égal à la valeur nominale de chaque OSRA 2016 augmenté des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés.

La Société pourra rembourser les OSRA 2016 en combinant la remise d'actions nouvelles et le paiement d'un montant en numéraire.

Les OSRA 2016 sont remboursables en actions nouvelles au gré de leurs titulaires les 31 mars 2020, 30 septembre 2020, 31 mars 2021, 30 septembre 2021, 31 mars 2022, 30 septembre 2022 et 31 mars 2023 conformément aux stipulations de la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150 et les actions nouvelles émises au titre du remboursement des OSRA 2016 seront assimilées aux actions existantes de la Société, porteront jouissance courante et donneront droit, à compter de leur émission, à toutes les distributions décidées par Eurosic à compter de cette date.

⁹ A la suite d'une distribution de prime de 2,30 euros par action versée le 30 mai 2017 par Eurosic, Eurosic a communiqué le 26 juin 2017 que le ratio de remboursement des OSRA 2016 s'établissait désormais à 0,638 pour les OSRA 2016.

¹⁰ cf. note d'information de l' « Offre Publique Alternative d'Achat et d'Echange visant les Actions et Offre Publique Alternative Mixte et d'Achat visant les Obligations Subordonnées Remboursables en Actions de la Société Foncière de Paris » intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150.

1.3.1 OSRA 2016 apportées à l'OPA OSRA et à l'OPE OSRA

Les titulaires d'OSRA 2016 peuvent apporter leurs OSRA 2016 à l'OPA OSRA et à l'OPE OSRA selon les modalités prévues à la Section 2.2 « Termes de l'Offre » du projet de note d'information de l'Initiateur.

La rémunération des OSRA 2016 dans le cadre de l'OPA OSRA ainsi que la rémunération des OSRA 2016 dans le cadre de l'OPE OSRA ont été déterminées en prenant pour hypothèse que les OSRA 2016 apportées à l'Offre seraient apportées coupon, devant être payé le 26 septembre 2017 aux titulaires des OSRA 2016, détaché.

Sans préjudice des dispositions de la Section 1.4, le prix d'achat ou la parité par OSRA 2016 (ainsi que, si nécessaire, le nombre d'OSRA 2016 sur lequel porte l'Offre) sera également ajusté pour tenir compte et neutraliser les modifications pouvant affecter les OSRA 2016 intervenant avant la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.3.2 OSRA 2016 non apportées à l'OPA OSRA et à l'OPE OSRA

Les titulaires d'OSRA 2016 qui n'apporteraient pas leurs OSRA 2016 à l'OPA OSRA et/ou à l'OPE OSRA ont la faculté de demander à la Société, à tout moment à compter de la déclaration de conformité de l'Offre et au plus tard 8 jours calendaires avant la date de clôture de l'Offre, l'amortissement de tout ou partie des OSRA 2016 qu'ils détiennent.

L'amortissement anticipé sera réalisé par remise de 3 actions nouvelles pour 5 OSRA 2016 (sous réserve des ajustements ultérieurs prévus Section 4.2 « Maintien des droits des titulaires d'OSRA Eurosic » de la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150). Les intérêts différés existants mais non exigibles à la date de remboursement et les intérêts courus au titre de la période écoulée depuis la dernière date de paiement des intérêts, ou depuis la date d'émission s'agissant des intérêts dus en 2017, ne seront pas payés et seront de plein droit considérés comme définitivement caducs. Si, à la date de remboursement, le ratio de remboursement, tel qu'ajusté le cas échéant, est inférieur à 1, il sera procédé à un ajustement final de sorte que le ratio de remboursement soit égal à 1.

L'attention des titulaires d'OSRA 2016 est attirée sur le fait que, en application de l'article L. 433-4 IV du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire visant les OSRA afin de se voir transférer les OSRA non apportées à l'Offre si les Actions non apportées à l'Offre détenues par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par Eurosic et des actions gratuites Eurosic faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) et les actions Eurosic susceptibles d'être émises au titre du remboursement des OSRA non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 5 % de la somme des Actions existantes et des actions Eurosic susceptibles d'être créées du fait du remboursement des OSRA, moyennant une indemnisation des titulaires d'OSRA égale au prix de l'Offre. Il est précisé que la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150 autorise, à cet effet, la

Société à procéder, à son gré, à tout moment à l'amortissement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 sans limitation de prix ni de quantité, soit par rachat en bourse ou hors bourse, soit par offres de rachat ou d'échange.

Pour plus d'informations sur les caractéristiques des OSRA 2016, le lecteur est invité à se référer à la note d'information de l'« Offre Publique Alternative d'Achat et d'Echange visant les Actions et Offre Publique Alternative Mixte et d'Achat visant les Obligations Subordonnées Remboursables en Actions de la Société Foncière de Paris » intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 et ayant reçu le 26 avril 2016 le visa AMF n°16-150.

1.4. Ajustements des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où, avant la date de règlement-livraison de l'Offre, Eurosic et/ou Gecina procéderait à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après) sous quelque forme que ce soit, (i) la contrepartie en numéraire offerte dans le cadre de l'OPA Actions et de l'OPA OSRA et/ou (ii) la contrepartie en actions Gecina offerte dans le cadre de l'OPE Actions et de l'OPE OSRA seraient ajustées afin d'en tenir compte.

Le prix d'achat des Actions et des OSRA et/ou la parité de l'OPE Actions et de l'OPE OSRA (ainsi que, si nécessaire, le nombre d'Actions sur lequel porte l'Offre) seront également ajustés pour tenir compte et neutraliser les modifications pouvant affecter les Actions intervenant avant la date de règlement-livraison de l'Offre (par exemple, en cas de division du nominal des Actions, regroupement d'Actions, distribution d'actions gratuites au titre des Actions ou toute autre opération sur le capital d'Eurosic).

La parité de l'OPE Actions et de l'OPE OSRA sera également ajustée pour tenir compte et neutraliser les modifications pouvant affecter les actions Gecina intervenant avant la date de règlement-livraison de l'Offre (par exemple, en cas de division du nominal des actions Gecina, regroupement d'actions Gecina, distribution d'actions gratuites au titre des actions Gecina ou toute autre opération sur le capital de Gecina).

Pour les besoins du premier paragraphe de la présente Section 1.4, une « Distribution » signifie le montant par Action ou par action Gecina de toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes, par Eurosic ou par Gecina, selon le cas, ou de tout amortissement ou toute réduction par Eurosic ou Gecina de leur capital, dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.5. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites Eurosic

Eurosic a mis en place plusieurs plans en 2014, 2015, 2016 et 2017 devant mener à l'attribution de 236 544 actions gratuites à ses mandataires sociaux et salariés (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Actions Gratuites à la date du présent projet de note en réponse :

Plan	20/02/2014	19/02/2015	19/02/2015	14/04/2016	14/04/2016	28/03/2017	28/03/2017
Nombre total d'Actions Gratuites attribuées : 236 544	37 400	15 204	45 500	52 480	4 000	75 880	6 080
Date d'acquisition	20/02/2016	22/02/2017	28/03/2017	14/02/2018	14/02/2018	Jour de la réunion du Conseil d'administration arrêtant les comptes consolidés d'Eurosic pour l'exercice clos le 31/12/2018	Jour de la réunion du Conseil d'administration arrêtant les comptes consolidés d'Eurosic pour l'exercice clos le 31/12/2018
Date de disponibilité	20/02/2018	22/02/2019	28/03/2019	14/02/2020	14/02/2020	2 ans après la Date d'acquisition	2 ans après la Date d'acquisition
Nombre total d'Actions Gratuites Acquises = 97 700	37 400	14 800 ¹¹	45 500	Aucune	Aucune	Aucune	Aucune
Condition de présence	Oui	Oui	Oui	Oui, sauf pour les Cadres Eurosic Transférés pour lesquels la condition de présence a été levée par décisions du Conseil d'administration Eurosic du 26 juillet 2017 et du 29 août 2017	Oui, sauf pour les Cadres Eurosic Transférés pour lesquels la condition de présence a été levée par décisions du Conseil d'administration Eurosic du 26 juillet 2017 et du 29 août 2017	Oui, sauf pour les Cadres Eurosic Transférés pour lesquels la condition de présence a été levée par décisions du Conseil d'administration Eurosic du 26 juillet 2017 et du 29 août 2017	Oui, sauf pour les Cadres Eurosic Transférés pour lesquels la condition de présence a été levée par décisions du Conseil d'administration Eurosic du 26 juillet 2017 et du 29 août 2017
Conditions		Les conditions de performance, qui concernaient (i) les salariés bénéficiaires d'Actions Gratuites au-					

¹¹ La différence entre le nombre d'Actions Gratuites attribuées et le nombre d'Actions Gratuites Acquises au titre de ce plan s'explique par le départ d'Eurosic de certains salariés ayant entraîné la perte des Actions Gratuites qui leur avaient été attribuées.

Plan	20/02/2014	19/02/2015	19/02/2015	14/04/2016	14/04/2016	28/03/2017	28/03/2017
de performance		delà de 1 500 par bénéficiaire et par plan et (ii) les mandataires sociaux pour l'ensemble des Actions Gratuites attribuées, ont été levées par décisions du Conseil d'administration Eurosic du 26 juillet 2017 et du 29 août 2017					

Le terme « **Cadres Eurosic Transférés** » signifie les mandataires sociaux révoqués de la Société et les salariés dont le contrat de travail a été repris par Batipart dans le cadre des Cessions des Actifs de Diversification et qui par conséquent ne sont plus salariés ou mandataires sociaux d'Eurosic ou de ses filiales au 31 décembre 2017.

Parmi les Actions Gratuites, seules les actions issues des plans de 2016 et de 2017 demeureront en période d'acquisition à la date de la clôture de l'Offre, soit un nombre total de 138 440 Actions Gratuites (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »). En conséquence, et sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (invalidité ou décès du bénéficiaire), les Actions Gratuites Non Acquises ne peuvent pas être apportées à l'Offre.

Les autres Actions Gratuites, à savoir celles issues des plans de 2014 et de 2015, portant sur un nombre total de 97 700 Actions Gratuites (les « **Actions Gratuites Acquises** »), sont des actions dont la période d'acquisition a d'ores et déjà expiré mais dont la période de conservation n'aura, en principe, pas expiré à la date de la clôture de l'Offre. Il convient de noter que, en vertu de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce, les Actions Gratuites Acquises peuvent être échangées sous certaines conditions dans le cadre d'une offre publique d'échange, auquel cas la période de conservation restante s'appliquera aux actions remises en échange dans le cadre de l'offre publique d'échange. En vertu de l'article 80 quaterdecies du Code général des impôts (le « **CGI** »), l'échange sans soulte d'actions gratuites résultant d'une opération d'offre publique réalisée conformément à la réglementation en vigueur ne fait pas perdre le bénéfice du régime fiscal et social de faveur applicable lors de l'attribution des actions gratuites, une telle opération présentant un caractère intercalaire (voir Section 2.7.2 du projet de note d'information de l'Initiateur).

L'attention des bénéficiaires d'Actions Gratuites est attirée sur le fait que les Actions Gratuites Acquises ne peuvent pas être apportées à l'OPA Actions. Elles peuvent uniquement être apportées à l'OPE Actions, sous réserve du respect de certaines conditions décrites ci-après.

Les Actions Gratuites Acquises attribuées aux bénéficiaires résidents fiscaux français dans le cadre des plans d'Actions Gratuites 2014 et 2015 peuvent être apportées à l'OPE Actions, sous réserve de certaines restrictions. Les actions de l'Initiateur reçues en échange seront soumises à la période de conservation restant à courir. Compte-tenu du report de la période de conservation relative aux actions Gecina reçues en échange, les titulaires d'Actions Gratuites Acquises encore soumises à une période de conservation ne pourront apporter à l'OPE Actions que 64 Actions ou des multiples de 64 Actions.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites qui ne sont pas apportées à l'Offre se sont vus proposer par l'Initiateur, sous certaines conditions figurant ci-après, un mécanisme de liquidité.

1.6. Liquidité offerte aux bénéficiaires d'Actions Gratuites non apportées à l'Offre

Dans le cadre de l'Acquisition des Blocs et conformément au Protocole d'Accord, il a été convenu que Gecina propose aux bénéficiaires d'Actions Gratuites qui ne peuvent pas apporter ou n'apporteront pas leurs Actions Gratuites à l'Offre la conclusion d'engagements de liquidité dans l'hypothèse où (i) Gecina mettrait en œuvre une procédure de retrait obligatoire ou (ii) après l'Offre, Gecina détiendrait plus de 95% du capital de la Société.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites qui ne peuvent pas apporter ou n'apporteront pas leurs Actions Gratuites à l'Offre notamment en raison des modalités du plan concerné (période d'acquisition) ou du fait de restrictions légales ou réglementaires, ont conclu avec Gecina un contrat de liquidité qui prévoit notamment (i) l'engagement du bénéficiaire concerné d'échanger les Actions Gratuites couvertes par le contrat de liquidité contre des actions Gecina sur la base de la parité d'échange de l'Offre (telle qu'éventuellement ajustée pour tenir compte des opérations affectant les capitaux propres d'Eurosic ou de Gecina) ; et (ii) l'engagement de Gecina de procéder à cet échange.

L'échange des Actions Gratuites concernées contre des actions Gecina interviendra notamment au premier jour de négociation suivant la date à laquelle la période de conservation des Actions Gratuites concernées prendra fin, sauf dans les cas d'invalidité ou de décès du bénéficiaire pour lesquels l'échange interviendra à la fin du mois suivant au cours duquel Gecina (i) aura eu connaissance de la survenance de l'invalidité ou (ii) dans le cas du décès du bénéficiaire, les héritiers du bénéficiaire auront demandé l'attribution des Actions Gratuites concernées conformément à l'article L. 225-197-3 du Code de commerce.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1. Contexte de l'Offre

L'Initiateur est une société d'investissement immobilier cotée (« **SIIC** ») qui détient, gère et développe un patrimoine immobilier de 13,3 milliards d'euros au 30 juin 2017, principalement situé en Région parisienne et majoritairement constitué d'immeubles de bureaux.

L'Initiateur est coté sur Euronext Paris et a intégré les indices SBF 120, Euronext 100, FTSE4Good, DJSI Europe et World, Stoxx Global ESG Leaders et Vigeo. Au 24 août 2017, sa capitalisation boursière s'élève à 9,1 milliards d'euros.

Eurosic est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) qui gère un patrimoine évalué à plus de 8,1 milliards d'euros à fin juin 2017, principalement composé de bureaux, situés à Paris, en région parisienne et dans les grandes métropoles régionales. Au cours de l'année 2016, Eurosic a franchi une étape majeure de son développement avec

l'acquisition de Foncière de Paris. Ce rapprochement lui permet de renforcer la qualité de son patrimoine, notamment dans le secteur des bureaux à Paris, et de confirmer son statut d'acteur de référence sur le marché immobilier tertiaire.

Le rapprochement amical avec Eurosic constitue donc une nouvelle étape dans le développement de l'Initiateur en renforçant son positionnement de spécialiste du bureau parisien, à la pointe de l'innovation en termes d'espaces de travail urbain, d'efficacité énergétique et du verdissement de ses bâtiments, ainsi que du bien-être de ses occupants.

2.2. Motifs de l'Offre et description des modalités du rapprochement amical entre Eurosic et l'Initiateur

2.2.1 Présentation synthétique de l'Opération

Le Conseil d'administration d'Eurosic réuni¹² le 20 juin 2017 (i) a confirmé l'intérêt stratégique de l'Opération de rapprochement amical avec l'Initiateur, (ii) a approuvé à l'unanimité le principe de cette Opération et a autorisé la signature d'un protocole de coopération en vue de favoriser ce rapprochement amical et (iii) a, dans ce contexte, nommé le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant.

Cette opération amicale est soutenue par les six principaux actionnaires d'Eurosic (représentant 94,8% du capital¹³) qui ont conclu des contrats fermes¹⁴ d'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après) (représentant 85,4% du capital¹⁵) permettant la prise de contrôle d'Eurosic et d'engagements d'apport à l'OPE Actions (représentant 9,5% du capital¹⁶).

Dans ce cadre, un protocole d'accord a été conclu entre Eurosic et l'Initiateur (le « **Protocole d'Accord** »), le 20 juin 2017, ayant notamment pour objet d'organiser les modalités et les conditions de la coopération des deux sociétés dans le cadre de l'Opération (tel que ce terme est défini ci-après).

Parallèlement, les discussions intervenues entre l'Initiateur, d'une part, et les principaux actionnaires d'Eurosic, d'autre part, ont abouti à la signature, le 20 juin 2017, de contrats d'achat de valeurs mobilières relatifs à l'Acquisition des Blocs (telle que plus amplement décrite Section 2.2.2 du présent projet de note en réponse) soumis à la réalisation de conditions suspensives. Après réalisation des conditions suspensives, l'Initiateur a acquis le 29 août 2017, en numéraire, un nombre total de 38 122 108 Actions (représentant 77,16% du capital¹⁷ d'Eurosic) et 17 126 902 OSRA.

Le 20 juin 2017, concomitamment à la conclusion des contrats d'achat de valeurs mobilières, certains des principaux actionnaires d'Eurosic ont également conclu avec

¹² À l'exception du représentant de Crédit Agricole Assurances n'ayant pu participer à la séance du Conseil d'administration.

¹³ Au 30 juin 2017, sur une base 100% diluée des OSRA, hors autocontrôle, soit un total de 64 732 147 actions.

¹⁴ Batipart (75% en numéraire et 25% en titres), Covéa (100% en numéraire), Predica (90% en numéraire et 10% en titres), ACM (100% en numéraire), Debiopharm (90% en numéraire et 10% en titres), et Latricogne (48% en numéraire et 52% en titres).

¹⁵ Au 30 juin 2017, sur une base 100% diluée des OSRA, hors autocontrôle, soit un total de 64 732 147 actions.

¹⁶ Au 30 juin 2017, sur une base 100% diluée des OSRA, hors autocontrôle, soit un total de 64 732 147 actions.

¹⁷ Capital social au 20 juin 2017 sur une base non diluée.

l'Initiateur des Engagements d'Apport (tel que ce terme est défini ci-après) à l'OPE Actions (tels que plus amplement décrits Section 2.2.4 du présent projet de note en réponse). Les Engagements d'Apport portent sur un total de 6 138 778 Actions, soit 12,43%¹⁸ du capital d'Eurosic au 20 juin 2017.

Par ailleurs, le jour de l'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après) par l'Initiateur, Eurosic a procédé aux Cessions des Actifs de Diversification (tel que ce terme est défini ci-après) à des filiales de Batipart Immo Europe S.à.r.l., cette dernière étant garante des obligations des filiales acquérantes, les Actifs de Diversification (tel que ce terme est défini ci-après) ne correspondant pas à la stratégie poursuivie par l'Initiateur.

L'Acquisition des Blocs, les Cessions des Actifs de Diversification, l'Offre, les Engagements d'Apport, le Protocole d'Accord (tels que ces termes sont définis ci-après) et le Financement sont ci-après désignés l'« **Opération** ».

2.2.2 Le Protocole d'Accord

Le Protocole d'Accord a été conclu le 20 juin 2017 entre Eurosic et l'Initiateur. Il détaille les termes et conditions de la coopération entre les deux sociétés jusqu'à la réalisation de l'Opération et notamment :

- l'engagement de l'Initiateur, sous condition de la réalisation préalable de l'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après), de déposer le projet d'Offre au plus tard le 30 octobre 2017 ;
- les principaux termes et conditions de l'Offre ;
- l'engagement de l'Initiateur de proposer aux bénéficiaires d'attribution d'actions gratuites d'Eurosic un mécanisme de liquidité ;
- l'engagement d'Eurosic de gestion dans le cours normal des affaires, sous réserve de certaines exceptions concernant des opérations en cours, jusqu'à la réalisation de l'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après) ;
- l'engagement d'Eurosic de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues qu'elle détient ; et
- l'engagement de collaboration d'Eurosic avec l'Initiateur dans le cadre notamment (i) des relations avec l'Autorité de la concurrence française, (ii) de la gestion des clauses de changement de contrôle contenues dans certains contrats conclus par Eurosic et/ou ses filiales et qui seraient déclenchées par l'Opération, (iii) des relations avec l'expert indépendant, (iv) des relations avec l'AMF et (v) de la préparation des documents liés à l'Offre.

¹⁸ Capital social au 20 juin 2017 sur une base non diluée.

2.2.3 L'Acquisition des Blocs

La réalisation de l'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après) par l'Initiateur, portant sur un total de 38 122 108 Actions (soit 77,16% du capital¹⁹ et 77,16% des droits de vote théoriques²⁰ d'Eurosic à la date du présent projet de note en réponse) et 17 126 902 OSRA est intervenue le 29 août 2017.

À ce titre, l'Initiateur a acquis auprès :

- de Batipart Immo Europe S.à.r.l. (« **Batipart** ») (i) 7 861 926 Actions sur les 11 528 031 Actions qui étaient détenues par Batipart et (ii) l'intégralité des OSRA 2015 qui étaient détenues par Batipart, soit 3 280 158 OSRA 2015 (l'« **Acquisition Batipart** ») ;
- d'ACM Vie SA et ACM Vie SAM (ensemble, les « **ACM** ») (i) l'intégralité des 8 356 215 Actions qui étaient détenues par les ACM et (ii) l'intégralité des OSRA 2015 qui étaient détenues par les ACM, soit 839 160 OSRA 2015 (l'« **Acquisition ACM** ») ;
- de Prédica, Pacifica, Spirica et La Médicale de France (ensemble, « **Prédica** ») (i) 7 940 230 Actions sur les 9 040 037 Actions qui étaient détenues par Prédica et (ii) l'intégralité des OSRA 2015 qui étaient détenues par Prédica, soit 1 958 041 OSRA 2015 (l'« **Acquisition Prédica** ») ;
- de Debiopharm Holding SA (« **Debiopharm** ») 2 455 794 actions sur les 2 728 660 Actions qui étaient détenues par Debiopharm (l'« **Acquisition Debiopharm** ») ;
- de Latricogne (« **Latricogne** ») 1 000 000 actions sur les 2 100 000 Actions qui étaient détenues par Latricogne (l'« **Acquisition Latricogne** ») ; et
- de GMF Vie, MMA Vie, MAAF Vie, MAAF Assurances et GMF Assurances (ensemble, « **Covéa** ») (i) l'intégralité des 10 507 943 Actions qui étaient détenues par Covéa et (ii) l'intégralité des OSRA 2015 et des OSRA 2016 qui étaient détenues par Covéa, soit 2 325 183 OSRA 2015 et 8 724 360 OSRA 2016 (l'« **Acquisition Covéa** », ensemble avec l'Acquisition Batipart, l'Acquisition ACM, l'Acquisition Prédica, l'Acquisition Latricogne et l'Acquisition Debiopharm, l'« **Acquisition des Blocs** »).

Le prix d'acquisition des titres en numéraire auprès des principaux actionnaires d'Eurosic est de 51,0 euros par Action (coupon 2017 attaché) et par OSRA (coupon des OSRA 2015 payé le 29 juin 2017 détaché et coupon des OSRA 2016 payé *pro rata temporis* jusqu'à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-après) de l'Acquisition des Blocs par l'Initiateur).

¹⁹ Sur une base non diluée.

²⁰ Pourcentages de droits de vote calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote (actions auto-détenues).

Tableau récapitulatif de l'Acquisition des Blocs

Identité des actionnaires Eurosic vendeurs	Nombre de titres Eurosic cédés à l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition des Blocs	
	Actions	OSRA
Batipart	7 861 926	3 280 158
ACM	8 356 215	839 160
Prédica	7 940 230	1 958 041
Latricogne	1 000 000	-
Debiopharm	2 455 794	-
Covéa	10 507 943	11 049 543
TOTAL	38 122 108	17 126 902

(soit 77,16% du capital d'Eurosic au 20 juin 2017 sur une base non diluée)

2.2.4 Engagements d'Apport

Concomitamment à la conclusion des contrats d'achat de valeurs mobilières relatifs à l'Acquisition des Blocs, Batipart, Debiopharm, Prédica et Latricogne ont conclu avec l'Initiateur, le 20 juin 2017, des engagements d'apport à l'Offre aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés, sous la condition suspensive du dépôt de l'Offre par Gecina au plus tard le 30 octobre 2017, à apporter à l'OPE Actions le solde des Actions qu'ils détiennent respectivement et qui n'a pas été cédé dans le cadre de l'Acquisition des Blocs (les « **Engagements d'Apport** »).

Ainsi :

- Batipart s'est engagée à apporter 3 666 105 Actions à l'OPE Actions de l'Offre ;
- Débiopharm s'est engagée à apporter 272 866 Actions à l'OPE Actions de l'Offre ;
- Prédica s'est engagée à apporter 1 099 807 Actions à l'OPE Actions de l'Offre ; et
- Latricogne s'est engagée à apporter 1 100 000 Actions à l'OPE Actions de l'Offre.

soit un total de 6 138 778 actions Eurosic, soit 12,43% du capital d'Eurosic au 20 juin 2017 sur une base non diluée.

Tableau récapitulatif des Engagements d'Apport

Identité des actionnaires Eurosic apporteurs	Nombre d'actions d'Eurosic faisant l'objet d'Engagements d'Apport
Batipart	3 666 105
Prédica	1 099 807
Latricogne	1 100 000
Debiopharm	272 866
TOTAL	6 138 778

(soit 12,43% du capital d'Eurosic au 20 juin 2017 sur une base non diluée)

2.2.5 Cessions des Actifs de Diversification

Conformément aux termes du contrat d'achat de valeurs mobilières conclu entre Batipart et Gecina, Batipart a, indirectement, acquis le 29 août 2017, date de réalisation effective de l'Acquisition des Blocs (la « **Date de Réalisation** »), les participations d'Eurosic dans (i) Eurosic Lagune (« **Lagune** »), (ii) Eurosic Investment Spain Socimi SA (« **EIS** »), (iii) Eurosic Management Spain SL (« **EMS** ») et (iv) la SNC Nature Hébergements 1 (« **SNC NH** », ensemble avec Lagune, EIS et EMS, les « **Actifs de Diversification** ») (les « **Cessions des Actifs de Diversification** »).

Le prix total des Cessions des Actifs de Diversification est de 462 800 001 euros, réparti de la manière suivante entre les Actifs de Diversification : (i) 370 979 000 euros pour la participation dans Lagune, (ii) 78 642 000 euros pour la participation dans EIS, (iii) 1 euro pour la participation dans EMS, et (iv) 13 179 000 euros pour la participation dans SNC NH (le « **Prix de Cession des Actifs de Diversification** »).

Le Prix de Cession des Actifs de Diversification a été calculé sur la base de la même prime implicite sur la valeur du portefeuille que celle offerte par l'Initiateur et prend en compte les droits de mutation qui seront supportés par Batipart.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EUROSIC

Le 20 juin 2017, les membres du Conseil d'administration d'Eurosic se sont réunis pour (i) confirmer l'intérêt stratégique de l'opération de rapprochement avec Gecina, (ii) approuver à l'unanimité le principe de cette opération et autoriser la signature d'un protocole de coopération en vue de favoriser ce rapprochement et (iii) nommer le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1, I, 2°, 4°, 5°, 261-1, II et 261-3 du règlement général de l'AMF.

Le 26 juillet 2017, les membres du Conseil d'administration d'Eurosic ont approuvé les conclusions du rapport de l'expert indépendant établi le 26 juillet 2017 à l'attention du Conseil d'administration d'Eurosic confirmant (a) le caractère équitable des termes des Cessions des Actifs de Diversification à Batipart, (b) l'absence de rupture d'égalité de

traitement des actionnaires d'Eurosic du fait des Cessions des Actifs de Diversification, et (c) le caractère équitable des termes de l'Offre sur Eurosic dans la perspective d'un retrait obligatoire. A cette occasion, le Conseil d'administration d'Eurosic a également confirmé à l'unanimité son soutien à l'opération de rapprochement amical avec Gecina.

Concomitamment à la réalisation de l'Acquisition des Blocs, la gouvernance d'Eurosic a été modifiée le 29 août 2017, pour conférer une représentation à Gecina au Conseil d'administration d'Eurosic et modifier sa gouvernance.

Ainsi, le 29 août 2017, Date de Réalisation de l'Acquisition des Blocs :

- Monsieur Jean-Louis Charon, Madame Dominique Daniel, Madame Stéphanie Frachet, Monsieur Benoît Hérault, Monsieur René Abate, Madame Tatiana Nourissat, Monsieur François Couchou-Meillot, Madame Sophie Beuvaden, Latricogne représentée par Monsieur Jean-Paul Dumont, Monsieur Yan Perchet (il est précisé qu'il a été mis fin aux fonctions de Directeur Général d'Eurosic de Monsieur Yan Perchet et qu'il a été nommé Conseiller du Président d'Eurosic à compter du 30 août 2017 et jusqu'au 31 octobre 2017), Predica représentée par Madame Françoise Debrus, Batipart Immo Europe SARL représentée par Monsieur Charles Ruggieri, Covéa Coopérations représentée par Monsieur Olivier Le Borgne, ACM Vie SAM représentée par Madame Pascale Bonnet ont démissionné de leurs fonctions d'administrateurs d'Eurosic ;
- Monsieur Luc Guinefort et Debiopharm Holding SA représentée par Madame Valérie Calvayrac ont démissionné de leurs fonctions de censeurs d'Eurosic ;
- Madame Méka Brunel (également nommée Présidente du Conseil d'administration et Directrice Générale), Monsieur Nicolas Dutreuil, Monsieur Philippe Valade (également nommé Directeur Général Délégué d'Eurosic), Madame Inès Reinmann Topper et Monsieur Jacques-Yves Nicol ont été cooptés en tant qu'administrateurs d'Eurosic ;
- Il a été mis fin aux fonctions respectives de Directeur Général Délégué d'Eurosic de Monsieur Nicolas Ruggieri et de Monsieur François Thomazeau ;
- Madame Méka Brunel a été nommée Présidente-Directrice Générale d'Eurosic après adoption par le Conseil d'administration d'une structure moniste de gouvernance ; et
- Monsieur Philippe Valade a été nommé Directeur Général Délégué d'Eurosic.

Conformément aux lois et règlements en vigueur, le nouveau Conseil d'administration d'Eurosic comprend deux femmes sur cinq membres, soit 40% des membres du Conseil d'administration.

Ce même jour et conformément aux dispositions de l'article 231-19,4° du règlement Général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration d'Eurosic se sont réunis sous la présidence de Madame Méka Brunel afin d'examiner le projet d'Offre et rendre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Préalablement à cette réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- de l'avis de début d'une période de pré-offre qui a été publié par l'AMF le 21 juin 2017 (D&I AMF n°217C1292) ;
- du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Deutsche Bank AG Succursale de Paris et Natixis ;
- du rapport en date du 28 août 2017 du cabinet Ledouble, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 2°, 4°, 5° et 261-1, II du règlement général de l'AMF ; et
- du projet de note en réponse d'Eurosic et du projet de document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ».

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité du Conseil d'administration nouvellement composé :

« [...] »

1. *l'Offre Publique permet aux actionnaires et/ou aux titulaires d'OSRA qui le souhaiteraient de trouver une liquidité immédiate pour tout ou partie de leur investissement dans la Société, dans des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant, sur la base d'un prix de l'Offre Publique par action ou par OSRA faisant apparaître une prime de 24,5% par rapport au cours de clôture de l'action de la Société le 20 juin 2017 ;*
2. *il convient d'attirer l'attention des actionnaires et/ou des titulaires d'OSRA qui souhaiteraient, en l'absence d'une procédure de retrait obligatoire, conserver une participation dans le capital de la Société, sur le fait que, à court et moyen terme, la liquidité des titres de la Société pourrait être extrêmement réduite en cas d'apport d'un nombre important de titres à l'Offre Publique ;*
3. *au vu de ces éléments, le Conseil d'Administration reconnaît, à l'unanimité, que l'Offre Publique représente une opportunité pour ceux des actionnaires et/ou des titulaires d'OSRA qui souhaiteraient, par l'apport de leurs titres à cette Offre Publique, bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables ; et*
4. *au vu des objectifs et intentions déclarés par l'Initiateur, ainsi que des conséquences de l'Offre Publique, et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration estime, à l'unanimité, que l'Offre Publique s'inscrit dans le respect de la pérennité des activités de la Société et n'entraîne pas de conséquences négatives pour l'ensemble de ses salariés.*

Le Conseil d'Administration considère par conséquent, à l'unanimité, que l'Offre Publique est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés, de ses actionnaires et des titulaires d'OSRA et recommande aux actionnaires et aux titulaires d'OSRA d'apporter leurs titres à l'Offre Publique. [...] »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Aucun des administrateurs d'Eurosic ne détient, à la date du présent projet de note en réponse, de titres donnant accès au capital de la Société.

5. INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément au Protocole d'Accord et à la décision du Conseil d'administration de la Société du 29 août 2017, il a été décidé que la Société n'apporte pas à l'Offre les 2 169 328 actions auto-détenues qu'elle détient.

A la date du présent projet de note en réponse, l'Offre ne porte pas sur les 2 169 328 actions auto-détenues.

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

À l'exception (i) du Protocole d'Accord (voir Section 2.2.2 du présent projet de note en réponse), (ii) des contrats d'Acquisition des Blocs (voir Section 2.2.3 du présent projet de note en réponse), (iii) des Engagements d'Apport (voir Section 2.2.4 du présent projet de note en réponse), (iv) des contrats de Cessions des Actifs de Diversification (voir Section 2.2.5 du présent projet de note en réponse) et (v) du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites (voir Section 1.6 du présent projet de note en réponse), Eurosic n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7. ÉLÉMENTS CONCERNANT EUROSIC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

7.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société, d'un montant de 790 485 264 euros, est divisé en 49 405 329 actions, d'une valeur nominale de 16 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la connaissance de la Société, à la date du dépôt du présent projet de note en réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	En %	Nombre de droits de vote théoriques	En % ²¹
Gecina	38 122 108	77,16 %	38 122 108	77,16 %
Prédica	1 099 807	2,23 %	1 099 807	2,23 %
Batipart	3 666 105	7,42 %	3 666 105	7,42 %
Debiopharm	272 866	0,55 %	272 866	0,55 %
Latricogne	1 100 000	2,23 %	1 100 000	2,23 %
Autres actionnaires	2 975 115	6,02 %	2 975 115	6,02 %
Autocontrôle	2 169 328	4,39 %	2 169 328	4,39 %
TOTAL	49 405 329	100,00 %	49 405 329	100,00 %

À la suite de l'émission de 8 461 538 OSRA 2015 et de 9 034 608 OSRA 2016 par la Société, 17 496 146 actions nouvelles Eurosic pourraient être émises en cas de remboursement en actions de la totalité des OSRA.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Outre les obligations légales d'information de franchissement de seuils prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'article 11 des statuts prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir ou cessant de détenir, directement ou indirectement, au sens des articles L. 233-9 et L. 233-10 du Code de commerce, un nombre d'actions représentant un deux-centième (0,5%) du capital social ou des droits de vote de la Société, ou un quelconque multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société du nombre total d'actions, de titres donnant

²¹ Pourcentages de droits de vote calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote (actions auto-détenues).

accès au capital (immédiatement ou à terme) et de droits de vote de la Société qu'elle possède, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social, dans un délai de quatre (4) jours de négociation à compter du franchissement du ou desdits seuils. Les sociétés de gestion de fonds communs de placement sont tenues de procéder à cette information pour l'ensemble des actions de la Société détenues par les fonds qu'elles gèrent.

Par ailleurs, ce même article 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 dividendes 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 pas 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/ou 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'il détient ou qu'ils détiennent respectivement. L'Actionnaire Concerné susvisé retrouvera l'intégralité des droits de vote attachés aux actions qu'il détient, directement et/ou 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 et/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.

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en Section 7.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 0,5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

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

Les actions émises par la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales d'actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

Les statuts de la Société stipulent que, nonobstant toute disposition législative ou réglementaire contraire non impérative, aucun droit de vote double ne sera automatiquement octroyé aux actionnaires.

Aucune action ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

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

Non applicable.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à la date du présent projet de note en réponse pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration sont les règles légales et celles statutaires prévues aux articles 16 et 17 des statuts de la Société.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts de la Société.

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

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose à ce jour des autorisations ou délégations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires, en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation	Date AG d'autorisation	Délai (en mois)	Montant maximal	Montant utilisé
Autorisation d'attribuer gratuitement des actions	14/04/2016	38	0,5% du capital au jour de la décision du Conseil d'administration	141 080
Autorisation d'augmenter le capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	14/04/2016	26	500 000 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital	0

Nature de la délégation	Date AG d'autorisation	Délai (en mois)	Montant maximal	Montant utilisé
			500 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	
Autorisation d'augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription	14/04/2016	26	250 000 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital 500 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	0
Autorisation d'augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre du placement privé	14/04/2016	26	20% du capital de la Société 250 000 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital 500 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	0
Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires	14/04/2016	26	Autorisation valable pour les délégations 2, 3 et 4	0
Autorisation en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en vue de fixer le prix d'émission	14/04/2016	26	10% du capital	0
Délégation de pouvoir à l'effet d'augmenter le capital social en vue de rémunérer	14/04/2016	26	10% du capital	0

Nature de la délégation	Date AG d'autorisation	Délai (en mois)	Montant maximal	Montant utilisé
des apports en nature de titres				
Délégation de pouvoir à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	14/04/2016	26	100 000 000 €	0
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social en vue de rémunérer des apports de titres en cas d'offre publique initiée par la Société	14/04/2016	26	300 000 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital 500 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	0
Autorisation à l'effet de procéder à une ou plusieurs augmentations de capital réservées aux salariés de la Société adhérents d'un PEE	14/04/2016	26	500 000 € en nominal	0
Autorisation de racheter des actions propres	14/04/2016	18	Prix max. d'achat : 50 € 10% du nombre d'actions composant le capital	27 939
Autorisation d'annuler les actions rachetées	14/04/2016	18	10% du capital	0
Autorisation d'utiliser les autorisations et/ou les délégations en période d'offre publique dans le cadre de l'exception de réciprocité	14/04/2016	18		0
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission et à l'attribution, à titre gratuit, de bons de souscription d'actions au profit des actionnaires de la Société pouvant donner lieu à une augmentation de capital d'un montant nominal	17/05/2016	6	Montant nominal maximum de 124 853 760 €	121 853 040,00 €

– les contrats de financements de la Société et de ses filiales.

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

Non Applicable.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



EUROSIC

1 rue Euler
75008 PARIS

OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE
D'ACHAT ET D'ÉCHANGE SIMPLIFIÉE
INITIÉE PAR GECINA
SUR LES ACTIONS ET LES OSRA EUROSIC

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 8, rue Halévy - 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 - TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Dans la perspective de l'Offre Publique Alternative d'Achat (« OPA ») et d'Échange (« OPE ») Simplifiée initiée par la société Gecina sur les Actions et les Obligations Subordonnées Remboursables en Actions (« OSRA ») de la société Eurosic (l'« Offre »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « Rapport ») de l'ensemble des diligences que nous avons été amenés à réaliser dans le cadre de l'Opération telle que définie en préambule (§ 1), dont l'Offre représente l'ultime étape, et au titre de laquelle Ledouble SAS (« Ledouble ») a été désigné le 20 juin 2017 par le conseil d'administration d'Eurosic en qualité d'expert indépendant.

Les travaux que nous avons menés nous conduisent à émettre un avis sur les conditions et les modalités financières de l'Offre, en prévision d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-14 à 237-19 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Compte tenu de la structuration de l'Offre, l'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1¹ du Règlement général de l'AMF, en conclusion du Rapport, porte sur le caractère équitable desdites conditions et modalités financières pour les actionnaires minoritaires d'Eurosic dans le cadre :

- de l'OPA Actions et de l'OPA OSRA constituant la branche alternative en numéraire de l'Offre (la « Branche Numéraire »),
- ainsi que de l'OPE Actions et de l'OPE OSRA constituant la branche alternative en titres de l'Offre (la « Branche Titres »), les OSRA, eu égard à leurs caractéristiques, étant en l'espèce assimilables aux Actions.

Les montants présentés ci-après sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les [liens hypertexte](#)² peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

¹ Article 262-1 du Règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF [en l'occurrence par l'article 2 et l'article 3 de l'instruction AMF [n°2006-08](#)]. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation [l'article 1 de la recommandation AMF [n°2006-15](#) prévoit à cet égard que ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport] ».

² Références du 28 août 2017. [\[En ligne\]](#).

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1. Contexte et termes de l'Opération

Par communiqués de presse en date du 21 juin 2017 (les « Communiqués »), [Gecina](#) (l'« **Initiateur** ») et [Eurosic](#) (la « **Cible** » ou la « **Société** ») ont annoncé conjointement le projet d'acquisition par l'Initiateur de l'ensemble des actions (les « **Actions** » et unitairement l'« **Action** ») et des OSRA émises en 2015 et en 2016 (les « **OSRA 2015** » et les « **OSRA 2016** », ensemble les OSRA) de la Cible (l'« **Opération** »).

1.1.1. Étapes successives de l'Opération

L'Opération comporte schématiquement 3 volets :

- l'acquisition par Gecina de blocs d'Actions et d'OSRA (l'« **Acquisition des Blocs** »), auprès des six principaux actionnaires d'Eurosic (les « **Cédants** », parmi lesquels l'actionnaire historique Batipart Immo Europe S.à.r.l (« **Batipart** »)), et des engagements d'apport à la Branche Titres (OPE Actions) subséquente à l'Acquisition des Blocs (les « **Engagements d'Apport** ») de certains d'entre eux, représentant ensemble **94,8%**³ du capital d'Eurosic sur une base diluée des OSRA ; ces Actionnaires cèderont en effet en numéraire **85,4%** du capital de la Société, le solde de **9,5%** faisant l'objet des Engagements d'Apport.

L'Acquisition des Blocs sera réalisée en date du 29 août 2017 au prix de 51 € par Action⁴ et par OSRA⁵ (le « **Prix de l'Acquisition des Blocs** ») :

Eurosic - Nombre d'Actions dilué							
Actionnaires	Acquisition des Blocs	Engagements d'Apport	Total Actions	OSRA 2015	OSRA 2016	Actions + OSRA	%
Groupe Batipart	7 861 926	3 666 105	11 528 031	3 280 158		14 808 189	22,9%
Groupe Covéa	10 507 943	-	10 507 943	2 325 183	8 724 360	21 557 486	33,3%
Groupe Crédit Agricole Assurances	7 940 230	1 099 807	9 040 037	1 958 041		10 998 078	17,0%
Groupe Assurances du Crédit Mutuel	8 356 215	-	8 356 215	839 160		9 195 375	14,2%
Debiopharm Holding SA	2 455 794	272 866	2 728 660	-		2 728 660	4,2%
Latricogne	1 000 000	1 100 000	2 100 000	-		2 100 000	3,2%
Acquisition des Blocs	38 122 108	6 138 778	44 260 886	8 402 542	8 724 360	61 387 788	94,8%
Autres actionnaires	2 975 115		2 975 115	58 996	310 248	3 344 359	5,2%
Total hors auto-détention	41 097 223	6 138 778	47 236 001	8 461 538	9 034 608	64 732 147	100%
Auto-détention	2 169 328		2 169 328			2 169 328	
Total	43 266 551	6 138 778	49 405 329	8 461 538	9 034 608	66 901 475	

Source : Contrats d'achat de valeurs mobilières et Engagements d'Apport

³ La répartition du capital d'Eurosic, sur une base diluée des OSRA, entre les Cédants est détaillée ci-après en nombre d'actions et d'OSRA ; elle se résume comme suit en pourcentages :

- Covéa (GMF Vie, MMA Vie, MAAF Vie, MAAF Assurances et GMF Assurances) : 33,3% ;
- Batipart : 22,9% ;
- Crédit Agricole Assurances (Predica, Pacifica, Spirica et La Médicale de France) : 17,0% ;
- Assurances du Crédit Mutuel (ACM Vie SA et ACM Vie SAM) : 14,2% ;
- Debiopharm Holding SA (Debiopharm) : 4,2% ;
- Latricogne : 3,2%.

⁴ Dividende 2017 attaché.

⁵ Coupon des OSRA 2015, payé par Eurosic le 29 juin 2017, détaché, et coupon des OSRA 2016, payable par Gecina à leurs détenteurs, *prorata temporis* jusqu'à la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs au 29 août 2017.

- concomitamment à l'Acquisition des Blocs et à la demande de Gecina⁶, la cession à Batipart par Eurosic, au sein de son Pôle Diversification, des titres de participation (la « **Cession de Titres** ») détenus dans Eurosic Lagune, Eurosic Investment Spain, Eurosic Management Spain et Nature Hébergements 1 SNC (les « **Sociétés de Diversification** »), dont le patrimoine pris dans son ensemble est composé d'actifs de loisir / vacances, de santé, de logement et d'hôtellerie (les « **Actifs de Diversification** ») (§ 2.2.1.3) ; la Cession de Titres sera réalisée en date du 29 août 2017 au prix de **463 M€** (le « **Prix de la Cession de Titres** ») ;
- à l'issue de l'Acquisition des Blocs et de la Cession de Titres, l'Offre initiée par Gecina sur les Actions et les OSRA non encore détenues par l'Initiateur, comportant :
 - la **Branche Numéraire** recouvrant l'OPA Actions et l'OPA OSRA, pour un prix de **51 €** par Action et par OSRA (le « **Prix d'Offre** ») ; et
 - la **Branche Titres** recouvrant l'OPE Actions et l'OPE OSRA, sur la base d'une parité d'échange initiale de **7** actions Gecina pour **20** Actions ou OSRA Eurosic⁷ qui, du fait de l'augmentation de capital de Gecina dans le cadre du financement de l'Opération (§ 1.1.4), a été ajusté⁸ à raison de **23** actions Gecina pour **64** Actions ou OSRA Eurosic⁹ (la « **Parité d'Échange** »)¹⁰.

Plus généralement, le Prix d'Offre sera réduit en cas de distribution de dividende ou de toute autre distribution¹¹ détachée par Eurosic avant la date de règlement-livraison de l'Offre et la Parité d'Échange sera ajustée de manière corrélative. Le Prix d'Offre ou la Parité d'Échange seront également ajustés pour neutraliser les modifications pouvant affecter avant la date de règlement-livraison de l'Offre les Actions ou les OSRA¹², ou la Parité d'Échange¹³ (§ 1.1.2.3 et § 1.1.2.4).

Les actionnaires d'Eurosic peuvent apporter leurs Actions soit à l'OPA Actions, soit à l'OPE Actions, soit en combinant l'OPA Actions et l'OPE Actions. De même, les titulaires d'OSRA peuvent apporter leurs OSRA soit à l'OPA OSRA, soit à l'OPE OSRA, soit en combinant l'OPA OSRA et l'OPE OSRA.

⁶ Les activités des Actifs de Diversification n'entrent pas dans la stratégie de Gecina.

⁷ Soit un rapport d'échange initial de $7/20 = 0,35x$.

⁸ Le facteur d'ajustement s'établit à **0,97391** ; pour mémoire, ce facteur d'ajustement a été déterminé sur la base du cours de clôture de l'action Gecina au 14 juillet 2017 (source : Gecina [H1 2017 – Earnings, July 18, 2017](#), p. 30).

⁹ Soit un rapport d'échange ajusté à $23/64 =$ rapport d'échange initial : $0,35x$ / facteur d'ajustement : $0,97391 =$ **0,36x**. L'Augmentation de Capital et l'ajustement de la Parité d'Échange qui s'ensuit ont fait l'objet d'un communiqué de Gecina en date du 9 août 2017 : « [Succès de l'augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription d'un montant de 1,0 milliard d'euros](#) ».

¹⁰ Les Communiqués font état, sur la base des rapports préliminaires des experts immobiliers, d'un potentiel de revalorisation au 30 juin 2017, en quote-part de détention, des actifs d'Eurosic hors Lagune (§ 2.2.1.3) et de Gecina à concurrence respectivement de 325 M€ et de 1,1 Md€ ; cette revalorisation a été intégrée dans le Prix d'Offre et la Parité d'Échange.

¹¹ À l'exception des OSRA 2016 (§ 3.1.3).

¹² Division du nominal des Actions, regroupement d'Actions ou toute autre opération sur le capital de la Société.

¹³ Opérations sur les capitaux propres d'Eurosic ou de Gecina.

1.1.2. Périmètre et conditions de l'Offre

1.1.2.1. Périmètre de l'Offre

L'Offre porte sur les Actions et les OSRA non détenues par l'Initiateur à l'issue de l'Acquisition des Blocs, soit :

- **9.113.893 Actions en circulation** comprenant :
 - 2.975.115 Actions¹⁴ détenues par des actionnaires autres que ceux parties à l'Acquisition des Blocs (§ 1.1.1) ;
 - 6.138.778 Actions ayant fait objet des Engagements d'Apport (§ 1.1.1).
- la totalité des **369.244 OSRA**, dont 58.996 OSRA 2015 et 310.248 OSRA 2016, détenues par les actionnaires autres que ceux parties à l'Acquisition des Blocs (§ 1.1.1) ;
- un nombre maximum de **369.244 Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre** au titre du remboursement des OSRA susmentionnées.

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

Les actions gratuites sont visées par l'Offre dans les conditions précisées *infra* (§ 2.2.1.1.iv)

1.1.2.2. Termes de l'Offre et procédure de retrait obligatoire

Le volet de l'Offre visant les Actions (OPA Actions et OPE Actions) permet aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre en contrepartie **alternativement** (§ 1.1.1) :

- soit d'une somme en numéraire de 51 € par Action (coupon 2017 attaché) ;
- soit de 23 actions Gecina (coupon 2017 attaché) à émettre pour 64 Actions Eurosic (coupon 2017 attaché).

Le volet de l'Offre visant les OSRA (OPA OSRA et OPE OSRA) permet aux titulaires d'OSRA de les apporter à l'Offre en contrepartie **alternativement** (§ 1.1.1) :

- soit d'une somme en numéraire de 51 € par OSRA 2015 (coupon attaché¹⁵) et par OSRA 2016 (coupon devant être payé le 26 septembre 2017 aux titulaires d'OSRA 2016 détaché) ;
- soit de 23 actions Gecina (coupon 2017 attaché) à émettre pour 64 OSRA 2015 (coupon attaché) ou 64 OSRA 2016 (coupon devant être payé le 26 septembre 2017 aux titulaires d'OSRA 2016 détaché).

¹⁴ Dont 97.700 Actions Gratuites Acquisées (§ 2.2.1.1.iv).

¹⁵ Le coupon dû le 29 juin 2017 à l'échéance des OSRA 2015 ayant été payé aux titulaires d'OSRA 2015.

En application des articles [L. 433-4 III](#) et [L. 433-4 IV](#) du Code monétaire et financier et des articles [237-14](#) à [237-19](#) du Règlement général de l'AMF :

- dans le cas où les actionnaires minoritaires d'Eurosic ne détiendraient pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société, Gecina a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de 3 mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par Eurosic (§ 2.2.1.1.i) et des actions gratuites Eurosic faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité (§ 2.2.1.1.iv et § 4.2)) en contrepartie d'une indemnité, pour les actionnaires, égale au Prix d'Offre ;
- dans le cas où les Actions non apportées à l'Offre détenues par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par Eurosic (§ 2.2.1.1.i) et des actions gratuites Eurosic faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité (§ 2.2.1.1.iv et § 4.2) et les actions Eurosic susceptibles d'être émises au titre du remboursement des OSRA non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% de la somme des Actions existantes et des actions Eurosic susceptibles d'être créées du fait du remboursement des OSRA, Gecina a également l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de 3 mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire visant les OSRA afin de se voir transférer les OSRA non apportées à l'Offre, en contrepartie d'une indemnité, pour les titulaires d'OSRA, égale au Prix d'Offre.

1.1.2.3. Ajustement des termes de l'OPA Actions et de l'OPE Actions

La rémunération des Actions dans le cadre de l'OPA Actions et de l'OPE Actions a été déterminée en postulant que :

- les Actions apportées à l'Offre le seront **coupon 2017 attaché** (§1.1.2.2) ;
- les actions nouvelles Gecina émises en rémunération des Actions apportées à l'OPE Actions seront payées **coupon 2017 attaché** (§ 1.1.2.2).

Dans l'hypothèse où, avant la date de règlement-livraison de l'Offre, Eurosic et/ou Gecina procéderait à une distribution¹⁶, sous quelque forme que ce soit, versée à leurs actionnaires avant le règlement-livraison de l'Offre, la contrepartie en numéraire offerte dans le cadre de l'OPA Actions et/ou la contrepartie en actions Gecina offerte dans le cadre de l'OPE Actions seraient ajustées en conséquence.

Le prix d'achat des Actions ou la parité de l'OPE Actions, ainsi que, si nécessaire, le nombre d'Actions sur lequel porte l'Offre (§ 1.1.2.1), seraient également ajustés pour tenir compte et neutraliser les modifications¹⁷ susceptibles d'affecter les Actions avant la date de règlement-livraison de l'Offre.

¹⁶ Distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes, par Eurosic ou par Gecina, ou tout amortissement ou toute réduction par Eurosic de leur capital, dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre.

¹⁷ Division du nominal des Actions, regroupement d'Actions, distribution d'actions gratuites au titre des Actions ou toute autre opération sur le capital de la Société.

1.1.2.4. Ajustement des termes de l'OPA OSRA et de l'OPE OSRA

La rémunération des OSRA dans le cadre de l'OPA OSRA et de l'OPE OSRA a été déterminée en postulant que :

- les OSRA 2015 apportées à l'Offre le seront **coupon attaché**, le coupon dû pour l'année 2016 ayant été payé aux titulaires d'OSRA 2015 le 29 juin 2017 (§1.1.2.2) ;
- les OSRA 2016 apportées à l'Offre le seront **coupon détaché**, le coupon dû pour l'année 2016 devant être payé aux titulaires d'OSRA 2016 le 26 septembre 2017 (§ 1.1.2.2).

Dans l'hypothèse où, avant la date de règlement-livraison de l'Offre, Eurosic et/ou Gecina procéderait à une distribution¹⁸, sous quelque forme que ce soit, versée à leurs actionnaires avant le règlement-livraison de l'Offre, la contrepartie en numéraire offerte dans le cadre de l'OPA OSRA et/ou la contrepartie en actions Gecina offerte dans le cadre de l'OPE OSRA seraient ajustées en conséquence.

Le prix d'achat des OSRA ou la parité de l'OPE OSRA ainsi que, si nécessaire, le nombre d'Actions sur lequel porte l'Offre (§ 1.1.2.1), seraient également ajustés pour tenir compte et neutraliser les modifications susceptibles d'affecter les Actions avant la date de règlement-livraison de l'Offre.

La parité de l'OPE Actions et de l'OPE OSRA serait également ajustée pour tenir compte et neutraliser les modifications¹⁹ pouvant affecter les actions Gecina avant la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.1.2.5. Situation des titulaires d'OSRA 2015

Les caractéristiques des OSRA 2015 sont développées *infra* (§ 2.2.1.1.ii), étant précisé, que :

- les OSRA 2015 ne confèrent pas de droits spécifiques aux titulaires d'OSRA 2015 qui n'apporteraient pas leurs OSRA 2015 à l'Offre ;
- la note d'opération²⁰ des OSRA 2015 autorise la Société à procéder, à son gré, à tout moment, à l'amortissement anticipé de tout ou partie des OSRA 2015 sans limitation de prix ni de quantité, soit par rachat en bourse ou hors bourse, soit par offre de rachat ou d'échange.

¹⁸ Distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes, par Eurosic ou par Gecina, ou tout amortissement ou toute réduction par Eurosic de leur capital, dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre.

¹⁹ Division du nominal des actions Gecina, regroupement d'actions Gecina, distribution d'actions gratuites au titre des actions Gecina ou toute autre opération sur le capital de Gecina.

²⁰ Prospectus d'émission des OSRA 2015 (Note d'Opération) ayant reçu le visa de l'AMF [n°15-250](#) en date du 2 juin 2015, p. 12.

Dans la perspective de la procédure de retrait obligatoire (§ 1.1.2.2) visant les OSRA en vue du transfert à l'Initiateur des OSRA non apportées à l'Offre, l'indemnisation des titulaires d'OSRA 2015 sera réalisée au Prix d'Offre.

1.1.2.6. Situation des titulaires d'OSRA 2016

Les caractéristiques des OSRA 2016 sont développées *infra* (§ 2.2.1.1.ii), étant précisé, que :

- les OSRA 2016 confèrent à leurs titulaires la faculté de demander à la Société l'amortissement de tout ou partie des OSRA 2016 qu'ils détiennent, à tout moment à compter de la déclaration de conformité de l'Offre, au plus tard 8 jours calendaires avant la date de clôture de l'Offre, et dans les conditions précisées *infra* par référence à la note d'information valant prospectus d'émission²¹ des OSRA 2016 ;
- la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 autorise la Société à procéder, à son gré, à tout moment, à l'amortissement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 sans limitation de prix ni de quantité, soit par rachat en bourse ou hors bourse, soit par offre de rachat ou d'échange.

Dans la perspective de la procédure de retrait obligatoire (§ 1.1.2.2) visant les OSRA en vue du transfert à l'Initiateur des OSRA non apportées à l'Offre, l'indemnisation des titulaires d'OSRA 2016 sera réalisée au Prix d'Offre.

1.1.3. Nombre d'actions Gecina à émettre dans le cadre de l'Offre

Le nombre maximum de 3.407.933 actions nouvelles Gecina susceptible d'être émis et remis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport à l'OPE Actions de l'ensemble des Actions et de l'apport à l'OPE OSRA de l'ensemble des OSRA non détenues par Gecina est calculé à partir de la Parité d'Échange de 23 actions Gecina pour 64 Actions Eurosic, appliquée à la somme de 9.483.137 titres (Actions et OSRA) formée par :

- 6.138.778 Actions ayant fait l'objet d'Engagement d'Apports (§ 1.1.1) ;
- 2.975.115 Actions détenues par des actionnaires non parties à l'Acquisition de Blocs (§ 1.1.1) ;
- 58.996 OSRA 2015 et 310.248 OSRA 2016 détenues par des actionnaires non parties à l'Acquisition de Blocs (§ 1.1.1).

Le nombre d'actions nouvelles à émettre *in fine* par Gecina sera arrêté postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

²¹ Les conditions relatives à la demande d'amortissement des OSRA 2016 par leurs titulaires en cas d'offre publique d'achat ou d'échange visant les titres de la Société et les conditions de remboursement anticipé des OSRA 2016 au gré de la Société sont précisées dans la note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris, ayant reçu le visa de l'AMF [n°16-150](#) en date du 26 avril 2016, p. 8.

1.1.4. Financement de l'Opération

Le financement par Gecina de l'Opération est sécurisé via un crédit-relais de 2,5 Md€, refinancé par des émissions obligataires à hauteur de 1,5 Md€²² et par une augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription à hauteur de 1,0 Md€²³ (l'« **Augmentation de Capital** ») dont le règlement-livraison a eu lieu le 11 août 2017 (§ 1.1.1) ; Gecina aura par ailleurs recours à des lignes de crédit existantes et disponibles.

L'Augmentation de Capital a donné lieu à l'émission par Gecina de 9.062.091 actions au prix unitaire de 110,5 € se décomposant en 7,5 € de valeur nominale et 103 € de prime d'émission²⁴ (§ 2.2.2.1.ii)

Le financement par Batipart de l'acquisition des titres des Sociétés de Diversification, concomitamment à l'Acquisition des Blocs par Gecina, est assuré par fonds propres en utilisant une partie du produit de cession de ses actions Eurosic.

1.1.5. Incidence de l'Opération pour Gecina en termes de synergies et de rotation des actifs immobiliers

Le Communiqué de Gecina fait état de l'incidence de l'Opération sur la structure de coûts d'Eurosic et de l'entité combinée, soit :

- une réduction de 12 M€ des charges attachées notamment à la gestion des Actifs de Diversification et transférés à Batipart du fait de la Cession de Titres ;
- des synergies additionnelles de 5 M€ à 10 M€ pour l'entité combinée.

Aux termes de ce Communiqué, et indépendamment du dispositif de financement de l'Opération, celle-ci permettra à Gecina d'accélérer la stratégie de rotation de son portefeuille immobilier, chiffré *a minima* à 1,2 Md€ de cessions²⁵ à réaliser dans un délai de douze mois.

1.2. Contours de la mission d'expertise indépendante

1.2.1. Modalités de désignation de Ledouble

Ledouble a été désigné le 20 juin 2017 par le conseil d'administration d'Eurosic (le « **Conseil d'Administration** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») ayant pour mission d'assister le Conseil d'Administration dans l'appréciation des termes de la Cession de Titres et de l'Offre (la « **Mission** »), sur le fondement des articles suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) :

²² Émission obligataire en trois tranches de 500 M€ à échéances respectives du [30 juin 2022](#), du [30 juin 2027](#) et du [30 juin 2032](#) ; le règlement-livraison de cette émission obligataire a eu lieu le 30 juin 2017 et a permis d'annuler à due concurrence le crédit-relais.

²³ L'Augmentation de Capital a ainsi permis d'apurer le crédit-relais.

²⁴ La note d'opération relative à l'Augmentation de Capital a reçu le visa de l'AMF [n°17-359](#) en date du 17 juillet 2017.

²⁵ Hors cession du portefeuille d'Actifs de Diversification d'Eurosic à Batipart.

Des cessions supplémentaires pourront être envisagées à concurrence de 1 Md€ en fonction des conditions de marché.

- Article 261-3²⁶ en ce qui concerne la Cession de Titres ;
- Articles 261-1 I 2° , 4° , 5° ²⁷ et 261-1 II²⁸ en ce qui concerne l'Offre.

Au cas d'espèce, la Mission consiste donc pour Ledouble à se prononcer, vis-à-vis des actionnaires d'Eurosic, sur le caractère équitable (l'« Équité ») :

- d'une part, des termes de la Cession de Titres, et sur l'absence de rupture d'égalité de traitement des actionnaires d'Eurosic du fait de la Cession de Titres ; conformément aux dispositions contractuelles²⁹ régissant l'Opération, nous avons rendu compte de nos travaux sur ce volet de l'Équité au Conseil d'Administration, dans un rapport en date du 26 juillet 2017 dont les conclusions ont été intégrées dans le communiqué d'Eurosic sur les résultats semestriels 2017³⁰ ; Gecina³¹ a pris acte de l'approbation par le Conseil d'Administration de ces conclusions et annoncé en outre avoir reçu l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en vue de son rapprochement avec Eurosic ;
- d'autre part, des termes de l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire.

²⁶ Article 261-3 du Règlement général de l'AMF :

« Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre ».

²⁷ Extraits de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;

[...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;

5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ;

[...] ».

²⁸ Article 261-1 II du Règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

²⁹ L'obtention de l'avis favorable de l'Autorité de la concurrence et l'approbation du rapport de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration qui s'est tenu le 26 juillet 2017 font partie intégrante des conditions suspensives de l'Opération.

³⁰ Communiqué d'Eurosic en date du 27 juillet 2017 : « [Résultats semestriels 2017 – Forte progression des indicateurs financiers suite à l'acquisition de Foncière de Paris](#) ».

³¹ Communiqué de Gecina en date du 7 août 2017 : « [Obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence : nouvelle étape franchie dans le rapprochement amical avec Eurosic](#) ».

1.2.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du Règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes³² impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec les établissements présentateurs³³ de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »), en l'occurrence Deutsche Bank AG Succursale de Paris (« **Deutsche Bank** ») et Natixis³⁴ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction [AMF 2006-08](#).

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains³⁵ et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

1.2.3. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Opération, des caractéristiques de l'Initiateur et de la Cible - en ce compris des Sociétés de Diversification et des Actifs de Diversification - et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Gecina, d'Eurosic et des participations détenues par Eurosic dans les Sociétés de Diversification (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier l'Équité au regard des primes extériorisées par :

- le Prix de la Cession de Titres sur la valeur des participations détenues par Eurosic dans les Sociétés de Diversification ;
- le Prix d'Offre, en l'espèce identique au Prix de l'Acquisition des Blocs, sur la valeur de l'Action et des OSRA dans la Branche Numéraire ;
- la Parité d'Échange sur la valeur de l'Action et des OSRA par rapport à la valeur de l'action Gecina dans la Branche Titres.

Nous n'avons pas eu connaissance et n'avons pas identifié :

- d'accords spécifiques à la Cession de Titres autres que ceux inclus dans le corpus juridique de l'Opération mentionné *infra* ;

³² Personnes morales et personnes physiques ; nous indiquons, à toutes fins utiles, que les missions que nous avons réalisées dans le passé pour le compte d'Eurosic, de Gecina et d'Euro Disney, eu égard à la Cession de Titres portant entre autres sur Nature Hébergements 1 SNC (§ 2.2.1.3), ne remettent pas en cause notre indépendance.

³³ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées (2013 à 2017) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 6**.

³⁴ Natixis garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

³⁵ Les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figurent en **Annexe 5**.

- d'accords connexes à l'Offre autres que l'Acquisition des Blocs, les Engagements d'Apport, la Cession de Titres ainsi que le dispositif de liquidité des actions gratuites (§ 2.2.1.1.iv et § 4.2).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus³⁶, tout au long de la Mission³⁷, avec les représentants de la Cible (la « **Direction d'Eurosic** ») et de l'Initiateur (la « **Direction de Gecina** »), ainsi que leurs conseils juridiques et financiers (les « **Conseils** »)³⁸ et les Établissements Présentateurs se sont fondées notamment³⁹ sur :

- les informations disponibles sur le marché de l'immobilier, et plus spécifiquement des sociétés d'investissement immobilier cotées (« **SIIC** ») parmi lesquelles Gecina et Eurosic, et par extension les SIIC réputées comparables, en termes notamment de nature de patrimoine immobilier ; certaines SIIC ont notamment fait l'objet de transactions récentes⁴⁰ dont nous avons tenu compte dans l'Évaluation Multicritère ;
- le détail du patrimoine immobilier de Gecina et d'Eurosic au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017 et, par sondages, l'examen des rapports d'expertise immobilière :
 - nous avons notamment analysé les principales variations de valeurs des Actifs de Diversification entre le 31 décembre 2016 et le 30 juin 2017, par référence aux rapports d'expertise immobilière ;
 - plus généralement, nous précisons que, sans remettre en cause le contenu des rapports d'expertise sous-tendant la valorisation du patrimoine immobilier de Gecina et d'Eurosic et donc l'Actif Net Réévalué auquel nous nous référons principalement (§ 3.5), cet examen visait à comprendre sur le plan méthodologique les travaux réalisés par les experts pour chaque catégorie d'actif, ainsi que les évolutions de valeurs intervenues entre le 31 décembre 2016 et le 30 juin 2017 ;
- les entretiens avec des experts immobiliers d'Eurosic⁴¹ et de Gecina⁴², afin de comprendre notamment l'évolution au cours du premier semestre 2017 de la valeur de leurs patrimoines immobiliers respectifs, qui sous-tendent l'Actif Net Réévalué Triple Net EPRA à la base de l'Évaluation Multicritère (§ 3.5) ;
- l'information réglementée de Gecina et d'Eurosic comprenant notamment leurs documents de référence (« **DDR** ») 2016⁴³ et leurs rapports financiers semestriels (« **RFS** ») 2017⁴⁴ ;

³⁶ La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 3**.

³⁷ Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1**.

Les principales étapes de l'expertise sont indiquées en **Annexe 2**.

³⁸ Pour ce qui concerne Gecina :

- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton (conseil juridique) ;
- Deutsche Bank et Morgan Stanley (conseils financiers).

Pour ce qui concerne Eurosic : Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I. (conseil juridique).

³⁹ La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

⁴⁰ Notamment Foncière de Paris SIIC, ayant fait l'objet d'une offre publique initiée par Eurosic en 2016. Nous avons examiné en particulier au sujet de cette transaction :

- les notes d'information d'Eurosic et en réponse de Foncière de Paris SIIC visées par l'AMF ;
- les notes d'information de Gecina et en réponse de Foncière de Paris SIIC émises dans le cadre de la contre-offre initiée par Gecina.

⁴¹ Cushman & Wakefield.

⁴² CBRE.

⁴³ Disponibles sur les sites d'information de [Gecina](#) et d'[Eurosic](#), respectivement aux rubriques [Investisseurs](#) et [Finance](#).

⁴⁴ [RFS 2017 de Gecina](#) et [RFS 2017 d'Eurosic](#).

- le prospectus d'émission des OSRA 2015 (Note d'Opération) et la note d'information émise par Eurosic dans le cadre de l'offre sur les titres de Foncière de Paris incluant les caractéristiques des OSRA 2016⁴⁵ ;
- le contenu des Communiqués et des supports de présentation de l'Opération :
 - aux conseils d'administration de Gecina et d'Eurosic ;
 - à l'AMF ;
- le corpus juridique de l'Opération comprenant pour l'essentiel :
 - le protocole d'accord relatif au rapprochement entre Gecina et Eurosic conclu entre eux le 20 juin 2017 ;
 - les contrats d'achat de valeurs mobilières conclus entre Gecina et les Cédants le 20 juin 2017⁴⁶ ;
 - les Engagements d'Apport conclus entre Gecina et les quatre Cédants qui y ont souscrit⁴⁷ le 20 juin 2017 ;
 - la trame des contrats de liquidité des actions gratuites à conclure entre Gecina et les bénéficiaires de ce dispositif (§ 2.2.1.1.iv et § 4.2) ;
 - les projets de notes d'information de Gecina et en réponse d'Eurosic qui seront soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité sur l'Offre ;
 - les informations en projet relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Gecina et d'Eurosic qui seront déposées auprès de l'AMF ;
- les modalités de financement de l'Opération⁴⁸ à l'examen des prospectus des émissions obligataires et de l'Augmentation de Capital ;
- la composition des Actifs de Diversification au sein du Pôle Diversification d'Eurosic ainsi que les états financiers des Sociétés de Diversification et leur traitement dans les comptes consolidés d'Eurosic au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016 et du premier semestre 2017⁴⁹ ;
- la détermination du Prix de la Cession de Titres ;
- l'analyse des charges transférées par Eurosic à Batipart du fait de la Cession de Titres et des synergies additionnelles attendues de l'Opération⁵⁰ pour l'entité combinée ;

⁴⁵ Le prospectus d'émission des OSRA 2015 (Note d'Opération) a reçu le visa de l'AMF [n°15-250](#) en date du 2 juin 2015 ; l'émission des OSRA 2016 est documentée dans la note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris, ayant reçu le visa de l'AMF [n°16-150](#) en date du 26 avril 2016 (§ 2.2.1.1.ii).

⁴⁶ Les contrats d'achat de valeurs mobilières conclus entre Gecina et les Cédants le 20 juin 2017 feront l'objet, lors de l'Acquisition des Blocs, d'actes réitératifs qui nous ont été communiqués en projets.

Par ailleurs, le contrat d'achat de valeurs mobilières conclu entre Gecina et Batipart comporte en annexe les projets de contrats à conclure à la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs et sous réserve du transfert de propriété, pour acter le rachat par Batipart des participations détenues par Eurosic dans les Sociétés de Diversification.

⁴⁷ Batipart, Crédit Agricole Assurances, Debiopharm, Latricogne.

⁴⁸ En marge du dispositif de financement de l'Opération, nous avons également pris connaissance des caractéristiques et de la valorisation des actifs entrant dans la stratégie d'accélération de la rotation du portefeuille immobilier de Gecina (§ 1.1.5).

⁴⁹ Afin notamment de mesurer la contribution des Sociétés de Diversification à l'ANR d'Eurosic au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017 (§ 2.2.1.4.ii).

⁵⁰ Conformément à la recommandation AMF [n°2006-15](#), chapitre 4.2.3 : « [...] Lorsqu'il est fait état de synergies susceptibles de résulter du rapprochement avec la société visée, l'expert indépendant indique, le cas échéant, comment il a pris en compte ces synergies ».

- la consultation et l'exploitation de nos bases de données financières⁵¹ ;
- les notes d'analystes⁵² émises à l'annonce de l'Opération et postérieurement ;
- les projets de rapports de valorisation d'un des conseils financiers de Gecina⁵³ puis des Établissements Présentateurs⁵⁴.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction d'Eurosic et de la Direction de Gecina, de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

1.3. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information en réponse de la Société dans laquelle est inséré le Rapport.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

1.4. Plan du Rapport

Nous présentons ci-après successivement :

- les principales caractéristiques du marché immobilier de bureaux à Paris et en banlieue parisienne ainsi que des Sociétés parties à l'Opération (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des opérations et accords connexes à l'Offre (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs (§ 5) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 6).

⁵¹ *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers de Gecina et d'Eurosic), *Thomson One* (notes d'analystes de Gecina et des comparables boursiers et transactionnels de Gecina et d'Eurosic), *Mergermarket* et *Capital IQ* (comparables transactionnels).

⁵² En charge du suivi du titre Gecina, l'Action Eurosic n'étant pas suivie par les analystes.

⁵³ Deutsche Bank.

⁵⁴ Projets de rapports des Établissements Présentateurs en complément des « Éléments d'appréciation du Prix et de la Parité de l'Offre » inclus dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

2. PRÉSENTATION DES SOCIÉTÉS PARTIES À L'OPÉRATION

2.1. Principales caractéristiques du marché immobilier de bureaux à Paris et en banlieue parisienne⁵⁵

Sur le socle des portefeuilles d'actifs d'Eurosic (§ 2.2.1.2) et de Gecina (§ 2.2.2.2), l'Opération doit permettre à Gecina de constituer un nouvel ensemble doté d'un patrimoine de 19,5 Md€ qui en fera la quatrième foncière européenne et la première foncière de bureaux en Europe, avec un portefeuille de bureaux valorisé à plus de 15,5 Md€, localisé principalement à Paris et en région parisienne.

Les actifs détenus par Eurosic et Gecina se situant principalement dans les secteurs de Paris, du Croissant Ouest et de La Défense, nous présentons ci-après les principales caractéristiques du marché de l'immobilier de bureaux dans ces zones.

2.1.1. Le marché francilien

Dans un contexte général favorable, avec une croissance économique et un taux d'emploi en progression, la demande placée en Ile-de-France a affiché une hausse de 4% sur le premier semestre 2017 en comparaison avec le premier semestre 2016.

Toutes surfaces confondues, les zones d'implantation d'Eurosic et de Gecina représentent environ **76%** de la demande placée sur l'Ile-de-France au premier semestre 2017⁵⁶.

Demande placée sur les 6 premiers mois 2017 (en volume)				
Zone Immostat	< 1 000 m ²	1 000 m ² - 5 000 m ²	> 5 000 m ²	Total
Paris	54%	38%	38%	43%
Croissant Ouest	20%	26%	33%	27%
La Défense	1%	9%	9%	6%
Zone Eurosic/Gecina	75%	73%	80%	76%
1 ^{ères} Couronnes	12%	15%	15%	14%
2 ^{ème} Couronne	13%	12%	5%	10%
Autres	25%	27%	20%	24%
Ile-de-France	100%	100%	100%	100%

En 2017, la demande placée a connu une forte croissance de 26 % au premier trimestre (660.000 m² placés), puis une baisse de 24% au deuxième trimestre (502.100 m² placés) ; il s'ensuit une hausse modérée de la demande placée de 4% entre le premier semestre 2017 et le premier semestre 2016.

⁵⁵ Principales sources : Communiqués, Analyses sectorielles détaillées en **Annexe 4** :

- Immostat,
- CBRE Marketview,
- Cushman & Wakefield Marketbeat.

⁵⁶ La répartition géographique **Immostat** se fonde sur une segmentation en Ile-de-France constituée de 5 zones, elles-mêmes divisées en 8 secteurs.

Cette évolution globale masque des disparités selon les surfaces et les zones géographiques :

- les surfaces de plus de 5.000 m², en forte croissance au premier trimestre 2017 avec 20 transactions, ont connu un net ralentissement sur le deuxième trimestre 2017 avec seulement 8 transactions ;
- les surfaces de moins de 5.000 m², qui étaient en retrait au premier trimestre 2017, ont retrouvé un dynamisme au deuxième trimestre 2017, affichant une baisse modérée par rapport au premier semestre 2016 de 2% ;
- à l'instar des années précédentes, la croissance est tirée par Paris, en dépit d'une offre disponible de plus en plus faible, tandis que La Défense connaît un ralentissement, en contraste avec l'année 2016 qui avait connu un bond exceptionnel de la demande placée sur La Défense.

2.1.2. Paris

Avec près de 497.000 m² placés sur le premier semestre 2017, Paris enregistre son deuxième meilleur résultat semestriel depuis 2007. Après un premier trimestre 2017 très dynamique (303.200 m² placés), le deuxième trimestre 2017 a connu un ralentissement (193.100 m² placés), malgré une très bonne performance du secteur Paris Quartier Central des Affaires (« QCA ») (119.000 m² placés), qui a permis de maintenir les performances, alors qu'à titre de comparaison les secteurs de Paris Nord-Est et de Paris Sud n'ont enregistré aucune transaction de plus de 5.000 m².

L'offre immédiate à la fin du deuxième trimestre 2017 s'établit à 517.000 m² et le taux de vacance global à 3,1%, avec toutefois des disparités géographiques : Paris QCA connaît un taux de vacance historiquement bas de 2,8%, tandis que le taux de vacance de Paris Centre Ouest (hors Paris QCA) ressort à 5,8%.

Le taux de rendement locatif *prime* de Paris Centre Ouest (incluant Paris QCA) se situe dans une fourchette⁵⁷ de 3% à 4,25%.

2.1.3. Croissant Ouest

A la fin du premier semestre 2017, la demande placée dans le Croissant Ouest atteint 310.000 m², soit une progression de 50% par rapport au premier semestre 2016. Cette évolution à la hausse s'est opérée en grande partie au premier trimestre avec près de 185.000 m² de demande placée (*versus* 125.000 m² au deuxième trimestre).

Le taux de rendement locatif *prime* du Croissant Ouest se situe dans une fourchette de 3,5% à 7%.

Le Croissant Ouest se subdivise en quatre secteurs⁵⁸, dont deux sur lesquels Eurosic et Gecina détiennent des immeubles : Neuilly-Levallois (§ 2.1.3.1) et la Boucle Sud (§ 2.1.3.2).

⁵⁷ Le taux de rendement locatif *prime* est le ratio calculé entre les loyers (charges comprises) et le prix d'acquisition (hors taxes) ; il correspond à la rentabilité la plus basse observée sur la période. Les zones [Immostat](#) étant divisées en plusieurs secteurs, les fourchettes de ce ratio correspondent aux minimums et aux maximums observés sur la zone considérée.

⁵⁸ Neuilly-Levallois, Boucle Sud, Boucle Nord, Péri-Défense ; source : [Communiqué](#) de Gecina, p. 1.

2.1.3.1. Secteur Neuilly-Levallois

Dans le secteur de Neuilly-Levallois, la demande placée est en phase avec celle de l'année précédente, avec 50.000 m² au cours du premier semestre 2017, au travers de 88 transactions (+13%). Ce sont les bureaux de taille intermédiaire qui ont porté cette performance, avec une croissance de 19% par rapport au premier semestre 2016, et 16 transactions sur le premier semestre 2017.

A la fin du deuxième trimestre 2017, l'offre immédiate est de 140.000 m², en léger recul par rapport à fin 2016 (-5%). Si le taux de vacance, qui s'établit à près de 9%, est le plus bas taux du Croissant Ouest, le niveau du taux de vacance des deux zones de ce segment est très contrasté : 5,1% à Neuilly-sur-Seine contre 11,1% à Levallois-Perret.

2.1.3.2. Secteur Boucle Sud

Au sein de la Boucle Sud, la demande placée atteint 133.000 m² au premier semestre 2017, soit près du double de celle enregistrée au premier semestre 2016 ; cette croissance s'explique par 5 transactions d'envergure.

Dans ce secteur, l'offre immédiate s'élève à 237.000 m² pour un taux de vacance de 9,3%.

2.1.4. La Défense

La Défense ayant connu une année 2016 exceptionnelle avec plus de 175.000 m² placés au premier semestre 2016, l'année 2017 est sans surprise en recul avec 76.400 m² placés (-56%). Les transactions portant sur les surfaces de plus de 5.000 m² sont en fort recul sur le premier semestre 2017 (-70%). Les transactions de taille intermédiaire et de petite taille sont également en retrait (respectivement de -4% et -45%).

L'offre immédiate, de 283.000 m², est en diminution progressive depuis 2014 où elle avait atteint son plus haut niveau (409.000 m²) ; le taux de vacance ressort à 8,6%.

A La Défense, le taux de rendement locatif *prime* se situe dans une fourchette de 4,25% à 5,75%.

2.1.5. Perspectives

Sur le marché francilien, l'offre livrable s'élève à 990.000 m² dont plus de 500.000 m² de nouvelles surfaces tertiaires à Paris pour l'année 2017. Les livraisons de bureaux sont estimées à un niveau proche de 800.000 m² pour l'année 2018. Les autorisations de construire en Ile-de-France représentent plus de 3 millions de m², dont une grande partie pourrait être livrée à horizon 2019.

2.2. Principales caractéristiques des Sociétés parties à l'Opération

2.2.1. Eurosic

2.2.1.1. Caractéristiques d'Eurosic et des Sociétés de Diversification

i) Structure capitalistique

Eurosic, société anonyme à conseil d'administration sise 1 rue Euler à Paris (75008), est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 307 178 871 ; le capital d'Eurosic, d'un montant de 790.485.264 €, est composé de **49.405.329** Actions admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR0000038200⁵⁹.

Le capital et les droits de vote d'Eurosic⁶⁰ au 30 juin 2017 se répartissent comme suit (§ 1.1.1) :

Eurosic - Structure du capital social - 30 juin 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théorique	% droits de vote théorique
Groupe Batipart	11 528 031	23,3%	11 528 031	23,3%
Groupe Covéa	10 507 943	21,3%	10 507 943	21,3%
Groupe Crédit Agricole Assurances	9 040 037	18,3%	9 040 037	18,3%
Groupe Assurances du Crédit Mutuel	8 356 215	16,9%	8 356 215	16,9%
Debiopharm Holding SA	2 728 660	5,5%	2 728 660	5,5%
Latricogne	2 100 000	4,3%	2 100 000	4,3%
Principaux actionnaires	44 260 886	89,6%	44 260 886	89,6%
Autres actionnaires	2 975 115	6,0%	2 975 115	6,0%
Auto-détention	2 169 328	4,4%	2 169 328	4,4%
Total	49 405 329	100%	49 405 329	100%

⁵⁹ Mnémonique : ERSC.

⁶⁰ Le nombre de droits de vote théorique comprend ceux affectés aux actions auto-détenues qui en sont privées.

À l'issue de l'Acquisition des Blocs au 29 août 2017, portant sur 38.122.108 Actions détenues par les six principaux actionnaires de la Société (§ 1.1.1), le capital et les droits de vote d'Eurosic se répartiront comme suit :

Eurosic - Structure du capital social - 29 août 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théorique	% droits de vote théorique
Gecina	38 122 108	77,2%	38 122 108	77,2%
Groupe Batipart	3 666 105	7,4%	3 666 105	7,4%
Groupe Crédit Agricole Assurances	1 099 807	2,2%	1 099 807	2,2%
Debiopharm Holding SA	272 866	0,6%	272 866	0,6%
Latricogne	1 100 000	2,2%	1 100 000	2,2%
Principaux actionnaires	44 260 886	89,6%	44 260 886	89,6%
Autres actionnaires	2 975 115	6,0%	2 975 115	6,0%
Auto-détention	2 169 328	4,4%	2 169 328	4,4%
Total	49 405 329	100%	49 405 329	100%

ii) Caractéristiques des OSRA

Eurosic a émis 17.496.146 OSRA :

- 8.461.538 OSRA 2015, en juin 2015 ;
- 9.034.608 OSRA 2016, en novembre 2016, dans le cadre de l'offre publique initiée par Eurosic sur Foncière de Paris SIIC (§ 2.2.1.2).

17.126.902 OSRA, détenues par quatre des six principaux actionnaires de la Société sont incluses dans l'Acquisition des Blocs (§ 1.1.1) :

- 8.402.542 OSRA 2015 ;
- 8.724.360 OSRA 2016.

369.244 OSRA, dont 58.996 OSRA 2015 et 310.248 OSRA 2016, détenues par les actionnaires autres que ceux parties à l'Acquisition des Blocs sont donc visées par l'Offre dans le cadre de l'OPA OSRA et de l'OPE OSRA (§ 1.1.2.1).

Les caractéristiques des OSRA sont les suivantes :

Caractéristiques des OSRA			
		OSRA 2015	OSRA 2016
Nombre d'OSRA		8 461 538	9 034 608
Valeur nominale unitaire		35,75 €	36,65 €
Total émission (M€)		302	331
Date d'émission		29-juin-15	26-sept.-16
Maturité		6 ans	7 ans
Date d'échéance		29-juin-21	26-sept.-23
Taux d'intérêt annuel	3 premières années	3,0%	5,5%
	Années suivantes	4,5%	5,5%

Source : Prospectus d'émission des OSRA 2015, Note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris en 2016 et DDR Eurosic 2016.

Compte tenu de leurs caractéristiques, les OSRA sont présentées en capitaux propres dans les comptes consolidés d'Eurosic.

Aux termes de l'annexe aux comptes consolidés d'Eurosic « Les OSRA offrent un coupon fixe, dont le paiement peut être différé en l'absence de décision de distribution de quelque nature que ce soit au profit des actionnaires d'Eurosic. Elles pourront être remboursées à la discrétion d'Eurosic pour tout ou partie par le biais de la remise d'un nombre d'actions au minimum égal à une action par obligation (après application de l'ajustement final décrit dans la note d'opération et sous réserve d'autres ajustements du ratio de remboursement intervenus plus favorables aux porteurs) et/ou du paiement d'un montant en numéraire égal à la valeur nominale de chaque obligation augmentée des éventuels intérêts différés, du coupon couru et d'une prime de 6% pour les OSRA émises en 2015 »⁶¹.

⁶¹ Source : RFS Eurosic 2017, p. 42.

Par référence aux prospectus d'émission⁶² et aux informations retranscrites dans le projet de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible, qui complètent les caractéristiques des OSRA décrites dans l'annexe aux comptes consolidés d'Eurosic :

- en cas de remboursement normal à la date d'échéance comme en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des **OSRA 2015** au gré d'Eurosic, les OSRA 2015 sont remboursables, au choix de la Société, par :
 - la remise de 3 Actions nouvelles pour 5 OSRA 2015 (le « **Ratio de Remboursement** »), soit 0,6 Action nouvelle par OSRA 2015 (sous réserve des ajustements ultérieurs⁶³ dont, le cas échéant, l'ajustement final)⁶⁴ ; dans l'hypothèse où, à la date d'échéance / de remboursement anticipé, le Ratio de Remboursement (tel qu'ajusté, le cas échéant) serait inférieur à 1, **il sera procédé à un ajustement de sorte que le Ratio de Remboursement soit égal à 1** ; et/ou
 - le paiement d'un montant en numéraire égal à 106% de la valeur nominale de chaque OSRA 2015 augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés (valeur de remboursement).

Suite à la distribution de prime de 2,30 € par Action versée le 30 mai 2017 (§ 3.3.1), Eurosic a publié⁶⁵ l'ajustement du Ratio de Remboursement des OSRA 2015 à **0,686**, en rappelant qu'il sera automatiquement et de plein droit procédé à un ajustement du Ratio de Remboursement à 1⁶⁶, dans l'hypothèse où le Ratio de Remboursement ajusté⁶⁷ serait inférieur à 1 à la date d'échéance ou à la date de remboursement, en cas de remboursement anticipé, des OSRA 2015.

La Société peut amortir les OSRA 2015, le cas échéant de manière anticipée, en combinant la remise d'Actions et le paiement d'un montant en numéraire.

Pour mémoire, les OSRA 2015 ne peuvent pas être remboursées au gré de leurs détenteurs.

⁶² Prospectus d'émission des OSRA 2015 (Note d'Opération) ayant reçu le visa de l'AMF [n°15-250](#) en date du 2 juin 2015 ; émission des OSRA 2016 documentée dans la note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris, ayant reçu le visa de l'AMF [n°16-150](#) en date du 26 avril 2016.

⁶³ Prévus au paragraphe 4.2 « Maintien des droits des titulaires d'obligations » du prospectus d'émission (Note d'Opération) des OSRA 2015 (p. 37 et suivantes) :

- 4.2.2. Ajustements du Ratio de Remboursement en cas d'opérations financières de la Société ;
- 4.2.3. Ajustement final du Ratio de Remboursement : « *Dans tous les cas où, à la Date d'Échéance ou à la date de remboursement, en cas de remboursement anticipé, le Ratio de Remboursement ajusté conformément au paragraphe 4.2.2 « Ajustements du Ratio de Remboursement en cas d'opérations financières de la Société » serait inférieur à une action pour une Obligation, le Ratio de Remboursement sera automatiquement et de plein droit ajusté à **une action pour une Obligation** de telle sorte que, dans cette hypothèse, **chaque détenteur d'une Obligation reçoive une action nouvelle**.* Il est précisé en tant que de besoin, que si le Ratio de Remboursement ajusté conformément aux dispositions du paragraphe 4.2.2 [...] est supérieur au ratio minimum d'une action pour une Obligation prévu ci-dessus, ce Ratio de Remboursement ajusté s'appliquera sans autre modification ».

⁶⁴ Après paiement des intérêts exigibles à la date d'échéance en cas de remboursement normal à la date d'échéance.

En cas de remboursement normal à la date d'échéance des OSRA 2015, les intérêts différés existants mais non exigibles à la date d'échéance ne sont pas payés et sont considérés comme caducs.

En cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2015, les intérêts différés existants mais non exigibles à la date de remboursement ainsi que les intérêts courus au titre de la période écoulée depuis la dernière date de paiement des intérêts, ou depuis la date d'émission s'agissant des intérêts dus le 29 juin 2016, ne sont pas payés et sont considérés comme caducs.

⁶⁵ Communiqué d'Eurosic en date du 26 juin 2017 : « [Ajustement du ratio de remboursement pour les titulaires d'obligations subordonnées remboursables en actions ordinaires \(« OSRA »\) émises le 29 juin 2015](#) ».

⁶⁶ Conformément au paragraphe 4.2.3 de la Note d'Opération.

⁶⁷ Conformément aux dispositions du paragraphe 4.2.2 de la Note d'Opération.

- en cas de remboursement normal à la date d'échéance comme en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016, au gré d'Eurosic ou au gré des titulaires d'OSRA 2016⁶⁸, les OSRA 2016 sont remboursables, par la remise de 3 Actions nouvelles pour 5 OSRA 2016 (le « **Ratio de Remboursement** »), soit 0,6 Action nouvelle par OSRA 2016 (sous réserve des ajustements ultérieurs⁶⁹ dont, le cas échéant, l'ajustement final)⁷⁰ ; dans l'hypothèse où, à la date d'échéance / de remboursement anticipé, le Ratio de Remboursement (tel qu'ajusté, le cas échéant) serait inférieur à 1, **il sera procédé à un ajustement de sorte que le Ratio de Remboursement soit égal à 1.**

Suite à la distribution de prime de 2,30 € par Action versée le 30 mai 2017 (§ 3.3.1), Eurosic a publié⁷¹ l'ajustement du Ratio de Remboursement des OSRA 2016 à **0,638**, en rappelant qu'il sera automatiquement et de plein droit procédé à un ajustement du Ratio de Remboursement à 1⁷², dans l'hypothèse où le Ratio de Remboursement ajusté⁷³ serait inférieur à 1 à la date d'échéance ou à la date de remboursement, en cas de remboursement anticipé, des OSRA 2016.

- en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 au gré d'Eurosic, chaque détenteur d'OSRA 2016 peut notifier à la Société son choix irrévocable d'opter pour un remboursement en numéraire de tout ou partie des OSRA qu'il détient ; chaque OSRA pour laquelle cette option de remboursement est exercée sera remboursée par le **paiement en numéraire d'une somme égale à la valeur nominale de chaque OSRA** augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles non encore versés (valeur de remboursement).

⁶⁸ En cas notamment d'OPA ou d'OPE visant les titres Eurosic, à tout moment à compter de la déclaration de conformité de l'offre et au plus tard 8 jours calendaires avant la date de clôture de l'Offre (§ 1.1.2.6).

⁶⁹ Prévus au paragraphe 4.2 « Maintien des droits des titulaires d'OSRA Eurosic » de la note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris, intégrant les caractéristiques des OSRA 2016 (p. 67 et suivantes) :

- 4.2.2. Ajustements du Ratio de Remboursement en cas d'opérations financières de la Société ;
- 4.2.3. Ajustement final du Ratio de Remboursement : « Dans tous les cas où, à la Date d'Échéance ou à la date de remboursement, en cas de remboursement anticipé, le Ratio de Remboursement ajusté conformément au paragraphe 4.2.2 « Ajustements du Ratio de Remboursement en cas d'opérations financières d'Eurosic » serait inférieur à une action pour une OSRA Eurosic, le Ratio de Remboursement sera automatiquement et de plein droit ajusté à **une action pour une OSRA Eurosic** de telle sorte que, dans cette hypothèse, **chaque détenteur d'une OSRA Eurosic reçoive une action nouvelle.** Il est précisé en tant que de besoin, que si le Ratio de Remboursement ajusté conformément aux dispositions du paragraphe 4.2.2 [...] est supérieur au ratio minimum d'une action pour une OSRA Eurosic prévu ci-dessus, ce Ratio de Remboursement ajusté s'appliquera sans autre modification ».

⁷⁰ Après paiement des intérêts exigibles à la date d'échéance en cas de remboursement normal à la date d'échéance, et dès lors que les OSRA 2016 viendraient à ne plus être qualifiées de capitaux propres au regard des normes IFRS en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 au gré d'Eurosic.

En cas de remboursement normal à la date d'échéance des OSRA 2016, les intérêts différés existants mais non exigibles à la date d'échéance ne sont pas payés et sont considérés comme caducs.

En cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016, les intérêts différés existants mais non exigibles à la date de remboursement ainsi que les intérêts courus au titre de la période écoulée depuis la dernière date de paiement des intérêts, ou depuis la date d'émission s'agissant des intérêts dus en 2017 [le 26 septembre 2017], ne sont pas payés et sont considérés comme caducs.

⁷¹ Communiqué d'Eurosic en date du 26 juin 2017 : « [Ajustement du ratio de remboursement pour les titulaires d'obligations subordonnées remboursables en actions ordinaires \(« OSRA »\) émises le 26 septembre 2016](#) ».

⁷² Conformément au paragraphe 4.2.3 de la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016.

⁷³ Conformément aux dispositions du paragraphe 4.2.2 de la note d'information intégrant les caractéristiques des OSRA 2016.

- en cas de remboursement à l'échéance des OSRA 2016, la Société peut :
 - également procéder au **paiement d'un montant en numéraire égal à la valeur nominale de chaque OSRA 2016** augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés (valeur de remboursement) ;
 - amortir les OSRA 2016 en combinant la remise d'Actions et le paiement d'un montant en numéraire.

iii) Nombre d'actions dilué

Le nombre d'actions dilué hors autocontrôle d'Eurosic au 30 juin 2017 et à ce jour s'établit à **64.870.587** et se détaille comme suit :

Eurosic - Actions diluées hors auto-contrôle - 30 juin 2017	
Nature	Nombre
Actions émises	49 405 329
Auto-détention	(2 169 328)
OSRA 2015	8 461 538
OSRA 2016	9 034 608
Actions Gratuites Non Acquises	138 440
Actions diluées hors auto-contrôle	64 870 587

iv) Actions gratuites

Les actions gratuites attribuées aux mandataires sociaux et aux salariés d'Eurosic (les « **Actions Gratuites** »), au nombre de **236.544**, qui se répartissent en plusieurs plans détaillés ci-après, comprennent :

- **97.700** Actions Gratuites dont la période d'acquisition est expirée et qui sont encore en période de conservation à la date de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Acquises** »), visées par l'Offre, et ce exclusivement dans le cadre de l'OPE Actions⁷⁴, les Actions Gratuites Acquises ne pouvant pas être apportées à l'OPA Actions ;
- **404**⁷⁵ Actions Gratuites qui ont été perdues en raison du départ de certains salariés d'Eurosic ;
- **138.440** Actions Gratuites en période d'acquisition⁷⁶ (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »), ne pouvant pas être apportées à l'Offre, mais bénéficiant du mécanisme de liquidité (§ 4.2).

⁷⁴ Conformément aux dispositions de l'article [L. 225-197-1 III](#) du Code de commerce, les Actions Gratuites en période de **conservation** peuvent toutefois être échangées sous certaines conditions dans le cadre de l'Offre (sous réserve d'en apporter un nombre ne formant pas de rompus d'actions).

⁷⁵ Actions Gratuites issues du Plan n°8.

⁷⁶ Les Actions Gratuites en période d'acquisition ne seront définitivement acquises qu'à l'issue de la période d'acquisition et ne pourront être cédées qu'à l'expiration de la période de conservation.

Eurosic - Plans d'attribution d'Actions Gratuites						
Référence	Plan n°7	Plan n°8	Plan n°8	Plan n°9	Plan n°10	Total
Date d'attribution	20-févr.-14	19-févr.-15	19-févr.-15	14-avr.-16	28-mars-17	
Date d'acquisition	20-févr.-16	22-févr.-17	28-mars-17	14-févr.-18	(1)	
Date de disponibilité	20-févr.-18	22-févr.-19	28-mars-19	14-févr.-20	(2)	
Actions Gratuites attribuées	37 400	15 204	45 500	56 480	81 960	236 544
Actions Gratuites Acquisées	(37 400)	(14 800)	(45 500)	-	-	(97 700)
Départ de salariés	-	(404)	-	-	-	(404)
Actions Gratuites Non Acquisées	-	-	-	56 480	81 960	138 440
Condition de présence	Oui	Oui	Oui	Oui ⁽³⁾	Oui ⁽³⁾	-

(1) Jour de la réunion du Conseil d'Administration arrêtant les comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2018.

(2) Date d'acquisition + 2 ans.

(3) Sauf pour les mandataires sociaux et les cadres Eurosic transférés à Batipart pour lesquels la condition de présence a été levée par décisions du Conseil d'Administration.

Outre les conditions de présence pour les mandataires sociaux et les cadres Eurosic transférés à Batipart, les conditions de performance concernant, d'une part, les salariés bénéficiaires d'Actions Gratuites au-delà de 1.500 par bénéficiaire et par plan⁷⁷ et, d'autre part, les mandataires sociaux pour l'ensemble des Actions Gratuites attribuées⁷⁸, sont levées par décisions du Conseil d'Administration⁷⁹.

Aux termes du protocole d'accord relatif au rapprochement entre Gecina et Eurosic conclu le 20 juin 2017, l'Initiateur s'engage pour les actions gratuites qui ne pourraient pas être apportées à l'Offre à en assurer la liquidité via la remise d'actions Gecina à des conditions équivalentes à celles de la Branche Titres i.e. par transparence avec la Parité d'Échange⁸⁰ (§ 4.2) :

- au stade de la mise en œuvre par Gecina de la procédure de retrait obligatoire, ou
- dans le cas où Gecina détiendrait plus de 95% du capital de la Société à l'issue de l'Offre.

v) Régime fiscal

Le régime fiscal prévu à l'[article 208 C](#) du Code Général des Impôts (« CGI ») s'applique à Eurosic en tant que SIIC (§ 3.1.2).

2.2.1.2. Portefeuille immobilier d'Eurosic

Au 30 juin 2017 et compte tenu de l'acquisition par Eurosic de Foncière de Paris SIIC⁸¹ (« Foncière de Paris ») en 2016, qui l'a considérablement renforcé sur sa composante tertiaire et parisienne, le patrimoine sous gestion d'Eurosic est composé majoritairement de bureaux (6,0 Md€ au 30 juin 2017) ; le solde du portefeuille immobilier est principalement constitué du Pôle Diversification (1,9 Md€ au 30 juin 2017), l'activité de crédit-bail étant gérée en extinction (0,3 Md€ au 30 juin 2017)⁸².

⁷⁷ Source : DDR Eurosic 2016, p. 207.

⁷⁸ Source : DDR Eurosic 2016, p. 208.

⁷⁹ Décisions du Conseil d'Administration du 26 juillet 2017 et du Conseil d'Administration du 29 août 2017.

⁸⁰ Parité d'échange ajustée le cas échéant des opérations susceptibles d'affecter les capitaux propres d'Eurosic ou de Gecina.

⁸¹ Offre alternative d'achat et d'échange ayant visé les actions de Foncière de Paris SIIC et offre publique alternative mixte et d'achat ayant visé les OSRA de Foncière de Paris SIIC. Eurosic a mis en œuvre le 27 janvier 2017 le retrait obligatoire des titres Foncière de Paris et détient depuis cette date l'intégralité des actions de Foncière de Paris.

⁸² Source : RFS Eurosic 2017, p. 4.

Le taux de rendement initial net « topped-up » EPRA⁸³ sur le périmètre Eurosic pris dans son ensemble ressort à **4,6%** au 30 juin 2017⁸⁴.

La *Loan to Value* droits inclus d'Eurosic au 30 juin 2017 s'établit à **45,6%**.

2.2.1.3. Pôle de Diversification et Sociétés de Diversification⁸⁵

Le **Pôle Diversification** regroupe :

- les actifs en exploitation ou en développement d'Eurosic Lagune, véhicule de rendement long terme opérant dans les secteurs du loisir⁸⁶, de la santé⁸⁷ et du logement⁸⁸ ;
- les actifs d'Eurosic Investment Spain (« EIS »), société opérant dans le secteur du loisir en Espagne ; ce portefeuille d'actifs est principalement composé de résidences de vacances et d'hôtels exploités par des tiers ;
- les actifs d'hôtellerie dont Eurosic détient les murs et gère les fonds de commerce ainsi que les actifs de location simple pour des activités autres que tertiaires, l'ensemble de ce patrimoine provenant pour l'essentiel de Foncière de Paris (§ 2.2.1.2).

Eurosic est en outre associé au programme Village Nature Hébergement 1 (« **Nature Hébergements SNC** »), aux côtés de Center Parcs et d'Euro Disney.

Les baux du Pôle Diversification, à l'image d'Eurosic Lagune, se caractérisent par des échéances de long terme⁸⁹ ; à titre indicatif, les taux de rendement⁹⁰ au 30 juin 2017 d'Eurosic Lagune, qui représente l'essentiel du patrimoine immobilier des Actifs de Diversification, se situent, selon la nature d'actifs, entre **5,7%** et **7,0%**.

Les pourcentages d'intérêt d'Eurosic dans les **Sociétés de Diversification** concernées par la Cession de Titres au sein du Pôle Diversification sont les suivants :

- **Eurosic Lagune** détenue à **61,1%**⁹¹ et intégrée globalement dans les comptes consolidés d'Eurosic, étant précisé que les titres de la Société Civile Immobilière (SCI) **Nature Équipement 1 SCI** sont mis en équivalence dans les comptes d'Eurosic Lagune à 35% et dans les comptes consolidés d'Eurosic en quote-part à 21,4%⁹² ;

⁸³ Loyer contractuel annualisé net de charges, hors aménagements de loyers, rapporté à la valeur du patrimoine droits inclus en quote-part et hors crédit-bail, minoré des actifs en développement.

⁸⁴ Taux inchangé par rapport au 31 décembre 2016, comprenant la contribution de Foncière de Paris depuis son intégration en septembre 2016 au sein d'Eurosic ; au 30 juin 2016, ce taux s'établissait à 5,9% ; source : RFS Eurosic 2017, p. 26 et DDR Eurosic 2016, p. 26.

⁸⁵ Source : DDR Eurosic 2016, pp. 11-13.

⁸⁶ Center Parcs en France (Normandie, Sologne) et en Allemagne (Allgäu) ; Club Med en France (2 Alpes, Serre Chevalier, Valmorel) et en Sicile (Cefalu) ; Village Vacances en Suisse (Wengen).

⁸⁷ EHPAD en Italie (Barolo Santé et Ceretto) et en Espagne (Rosario).

⁸⁸ Multi-localisations en France.

⁸⁹ De plus de 7 ans, jusqu'à 8 ans pour Lagune.

⁹⁰ Loyers annualisés rapportés au patrimoine hors droits.

⁹¹ Le solde du capital d'Eurosic Lagune est détenu à parité par deux actionnaires d'Eurosic : Covéa et Assurances du Crédit Mutuel.

⁹² Détention par Eurosic Lagune de Nature Équipement 1 SCI (35%) x détention par la Société d'Eurosic Lagune (61,1%).

- EIS, détenue à **76,1%** au 31 décembre 2016 et à **66,0%** au 30 juin 2017⁹³ et intégrée globalement dans les comptes consolidés d'Eurosic ;
- EMS, société sans consistance patrimoniale⁹⁴, détenue à 100% au travers d'Eurosic Gestion et intégrée globalement dans les comptes consolidés d'Eurosic ;
- **Nature Hébergements 1 SNC** ou **VNH** dont les titres sont mis en équivalence dans les comptes consolidés d'Eurosic en quote-part à **50%**⁹⁵.

2.2.1.4. Performances historiques

i) Actif Net Comptable (ANC)

L'ANC publié semestriellement et annuellement par Eurosic au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017 s'analyse comme suit⁹⁶ :

Eurosic - Bilan simplifié						
M€	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
Patrimoine hors droits	2 447	2 478	2 600	3 162	6 555	6 920
Trésorerie et équivalents de trésorerie	180	227	181	365	81	117
Dettes bancaires et obligataires (part non courant)	(1 185)	(1 133)	(1 131)	(1 341)	(3 031)	(2 774)
Dettes bancaires et obligataires (part courant)	(210)	(1)	(43)	(216)	(297)	(662)
Dette financière nette	(1 216)	(907)	(992)	(1 192)	(3 246)	(3 319)
Autres dettes financières (part non courant)	(14)	(9)	(16)	(13)	(35)	(53)
Autres dettes financières (part courant)	(42)	(40)	(42)	(83)	(111)	(109)
Autres dettes financières	(56)	(49)	(58)	(96)	(145)	(162)
Participations ne donnant pas le contrôle	(20)	(21)	(25)	(243)	(293)	(305)
Autres éléments	(42)	(84)	(32)	(54)	(61)	(69)
ANC - part du groupe	1 113	1 416	1 493	1 576	2 810	3 063
Nombre d'Actions dilué	29 648 216	38 167 055	38 164 871	37 625 582	64 793 183	64 870 587
ANC / Nombre d'Actions dilué	37,6 €	37,1 €	39,1 €	41,9 €	43,4 €	47,2 €

⁹³ À la suite d'augmentations de capital intervenues au cours du premier semestre 2017 pour financer les investissements au sein du Pôle Diversification.

⁹⁴ La structure administrative Eurosic Management Spain (« EMS ») ne contribue pas à la valorisation des Sociétés de Diversification ; pour mémoire :

- ses capitaux propres au 31 décembre 2016 sont négatifs à concurrence de 290 K€ ;
- elle a été valorisée à l'euro symbolique dans le Prix de Cession des Actifs de Diversification.

⁹⁵ Le solde de 50% est réparti entre Center Parcs (37,5%) et Euro Disney (12,5%).

⁹⁶ La ligne « Patrimoine hors droits » regroupe les postes du bilan suivants :

- « Immeubles de placement » ;
- « Immobilisations d'exploitation hôtelière » ;
- « Créances financières sur crédit-bail » ;
- « Investissement dans les sociétés mises en équivalence » ;
- « Écart d'acquisition » ;
- « Stocks » ;
- « Actifs destinés à être cédés ».

ii) ANR Triple Net EPRA

L'ANR Triple Net EPRA⁹⁷ déterminé par Eurosic à partir de l'ANC s'établit comme suit au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017⁹⁸ :

Eurosic - ANR						
M€	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
ANC - part du groupe	1 113	1 416	1 493	1 576	2 810	3 063
Créance sur porteurs d'OSRA						18
Neutralisation - juste valeur des instruments financiers	28	(27)	(17)	14	21	9
Plus/moins-values latentes sur actifs comptabilisés au coût	3	3	3	(22)	4	14
Ajustement droits de mutation et frais	-	-	-	-	56	58
ANR EPRA	1 144	1 393	1 479	1 568	2 891	3 163
Mise en juste valeur des instruments financiers	(28)	27	17	(14)	(21)	(9)
Mise en juste valeur de la dette à taux fixe	(9)	(9)	(14)	(45)	(12)	1
ANR Triple Net EPRA	1 107	1 410	1 483	1 509	2 858	3 154
Nombre d'Actions dilué	29 648 216	38 167 055	38 164 871	37 625 582	64 793 183	64 870 587
ANR EPRA / Nombre d'Actions dilué	38,6 €	36,5 €	38,8 €	41,7 €	44,6 €	48,8 €
ANR Triple Net EPRA / Nombre d'Actions dilué	37,3 €	37,0 €	38,8 €	40,1 €	44,1 €	48,6 €

Les OSRA 2015 et les OSRA 2016, compte tenu de leurs caractéristiques, sont présentées en capitaux propres dans les comptes consolidés d'Eurosic (2.2.1.1.ii).

Le montant des coupons de **18,2 M€**⁹⁹ à verser sur les OSRA 2016 à échéance du 26 septembre 2017 (§ 2.2.1.1.ii) a été pris en compte en minoration des capitaux propres consolidés d'Eurosic et réintégré pour déterminer l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2017¹⁰⁰.

L'ANR des Sociétés de Diversification au 30 juin 2017, exprimé en quote-part, s'établit globalement à **462 M€** :

Eurosic - ANR Sociétés de Diversification			déc.-16	juin-17
Sociétés de Diversification	% intérêt d'Eurosic	# Actifs de Diversification	Quote-part d'ANR (M€)	
Eurosic Lagune SAS	61,1%	12	354	370
SCI Nature Equipements 1 *	21,4%	1		
EIS	76,1%	11	74	78
SNC Nature Hébergement 1	50%	1	12	15
EMS	100%	-	-	-
Total		25	440	462

* Société détenue à 35% par Eurosic Lagune SAS.

⁹⁷ Ou EPRA NNNNAV (§ 3.1.3).

⁹⁸ Source : RFS Eurosic 2017, pp. 23-24 et détails communiqués par la Direction d'Eurosic.

⁹⁹ Au taux de 5,5% sur une émission d'OSRA 2016 de 331 M€ = **18,2 M€** (§ 2.2.1.1.ii) ; source : DDR Eurosic 2016, p. 20 et p. 50.

¹⁰⁰ Via la ligne « Créance sur porteurs d'OSRA ».

iii) Résultats

Le compte de résultat consolidé d'Eurosic publié semestriellement et annuellement au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017 s'analyse comme suit :

Eurosic - Compte de résultat							
M€	juin-14	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
	6m	6m	6m	6m	6m	6m	6m
Revenus locatifs bruts	51	73	66	66	72	104	132
Charges non refacturées	(1)	(6)	(8)	(4)	(6)	(3)	(17)
Autres prestations	2	1	2	3	5	6	6
Revenus locatifs nets	52	68	60	65	70	107	121
Marge immobilière	1	0	0	1	1	(0)	2
Autres produits et charges	-	(1)	-	-	-	3	8
Frais de fonctionnement	(30)	15	(11)	(10)	(14)	(21)	(24)
Résultat de cession	2	24	(0)	9	17	(2)	3
Variation - Juste valeur immeubles de placement	-	19	16	31	127	141	297
Effet du regroupement d'entreprises	-	(6)	(1)	-	-	(20)	-
Résultat opérationnel	25	120	64	96	202	207	408
Résultat financier	(13)	(31)	(22)	(23)	(14)	(13)	(22)
Ajustement de valeur des instruments financiers	(11)	(19)	19	(14)	(31)	19	12
Résultat des sociétés mises en équivalence	(1)	8	4	22	15	39	13
Impôt société	-	(0)	-	-	-	(2)	(3)
Résultat net consolidé	1	78	64	81	171	251	408
Résultat net attribuable aux minoritaires	0	(12)	(2)	(4)	(15)	(19)	(20)
Résultat net - part du groupe	1	66	62	77	157	231	388

2.2.2. Gecina

2.2.2.1. Caractéristiques de Gecina

Gecina, société anonyme à conseil d'administration sise 14-16 rue des Capucines à Paris (75002), est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 592 014 476.

Les actions de Gecina sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR0010040865¹⁰¹.

(i) Structure capitalistique au 30 juin 2017

Au 30 juin 2017, le capital de Gecina, d'un montant de 475.759.800 €, était composé de 63.434.640 actions ; le capital et les droits de vote¹⁰² de Gecina se répartissaient comme suit :

¹⁰¹ Mnémonique : GFC.

¹⁰² Le nombre de droits de vote théorique comprend ceux affectés aux actions auto-détenues qui en sont privées.

Gecina - Structure du capital social - 30 juin 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théorique	% droits de vote théorique
Ivanhoé Cambridge	14 529 973	22,9%	14 529 973	22,9%
Crédit Agricole Assurances - Predica	8 349 232	13,2%	8 349 232	13,2%
Norges Bank	6 139 377	9,7%	6 139 377	9,7%
Autres institutionnels résidents	3 913 282	6,2%	3 913 282	6,2%
Actionnaires individuels	2 593 198	4,1%	2 593 198	4,1%
Actionnaires non résidents	25 711 950	40,5%	25 711 950	40,5%
Auto-détention	2 197 628	3,5%	2 197 628	3,5%
Total	63 434 640	100%	63 434 640	100%

Le nombre d'actions dilué hors autocontrôle de Gecina au 30 juin 2017 s'établissait à 61.556.067 :

Gecina - Actions diluées hors auto-contrôle - 30 juin 2017

Nature	Nombre
Actions émises	63 434 640
Auto-détention	(2 197 628)
Options de souscription ou d'achat d'actions	204 002
Actions de performance	115 053
Actions diluées hors auto-contrôle	61 556 067

Avec, en ce qui concerne les 204.002 options de souscription ou d'achat d'actions :

Gecina - Options de souscription ou d'achat d'actions - 30 juin 2017

Attribution	Départ d'exercice	Actions consenties	Prix d'exercice	Solde
13-déc.-07	13-déc.-09	230 260	103,52 €	20 590
18-déc.-08	18-déc.-10	331 875	36,80 €	35 868
16-avr.-10	16-avr.-12	252 123	78,08 €	59 790
27-déc.-10	27-déc.-12	210 650	83,55 €	87 754
Total		1 024 908		204 002

Et avec, en ce qui concerne les 115.053 actions de performance :

Gecina - Actions de performance - 30 juin 2017

Attribution	Acquisition	Actions consenties	Solde
19-févr.-15	19-févr.-18	58 120	54 774
21-avr.-16	21-avr.-19	60 990	57 279
21-juil.-16	21-avr.-19	3 000	3 000
Total		122 110	115 053

(ii) Structure capitalistique et nombre d'actions dilué à l'issue de l'Augmentation de Capital

Gecina a procédé à l'Augmentation de Capital dont la période de souscription s'est achevée début août 2017, donnant lieu à l'émission de **9.062.091** actions nouvelles au prix unitaire de 110,5 € se décomposant en 7,5 € de valeur nominale et 103 € de prime d'émission (§ 1.1.4), soit un montant brut levé de **1.001.361.056 €**.

Le capital de Gecina, d'un montant de 543.725.482,50 € à l'issue de l'Augmentation de Capital, est désormais composé de **72.496.731** actions.

Le nombre d'actions dilué hors autocontrôle¹⁰³ de Gecina à l'issue de l'Augmentation de Capital, auquel nous nous référons dans l'Évaluation Multicritère, s'établit à **70.618.158** et s'analyse comme suit :

Gecina - Actions diluées hors auto-contrôle après Augmentation de Capital			
Nature	30-juin-17	Augmentation de Capital	Total
Actions émises	63 434 640	9 062 091	72 496 731
Auto-détention	(2 197 628)	-	(2 197 628)
Options de souscription ou d'achat d'actions	204 002	-	204 002
Actions de performance	115 053	-	115 053
Actions diluées hors auto-contrôle	61 556 067	9 062 091	70 618 158

À l'issue de l'Augmentation de Capital, le capital et les droits de Gecina se répartissent comme suit¹⁰⁴ :

Gecina - Structure du capital social après Augmentation de Capital				
Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théorique	% droits de vote théorique
Ivanhoé Cambridge	14 803 793	20,4%	14 803 793	20,4%
Crédit Agricole Assurances - Predica	9 541 981	13,2%	9 541 981	13,2%
Autres investisseurs ⁽¹⁾	45 957 876	63,4%	45 957 876	63,4%
Auto-détention	2 193 081	3,0%	2 193 081	3,0%
Total	72 496 731	100%	72 496 731	100%

⁽¹⁾ Les autres investisseurs incluent les investisseurs français et étrangers, notamment Norges Bank qui détenait 9,68% du capital au 30 juin 2017, ainsi que les investisseurs particuliers.

(iii) Régime fiscal

Le régime fiscal prévu à l'[article 208 C](#) du CGI s'applique à Gecina en tant que SIIC, au même titre qu'à Eurosic (§ 2.2.1.1.v et § 3.1.2).

¹⁰³ Autocontrôle au 30 juin 2017, date de référence pour l'ANR Triple Net EPRA dans l'Évaluation Multicritère.

¹⁰⁴ Source : communiqué de Gecina en date du 9 août 2017 : «[Succès de l'augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription d'un montant de 1,0 milliard d'euros](#)», p. 2.

2.2.2.2. Portefeuille immobilier de Gecina

Gecina détient le premier patrimoine de bureaux en France (10,2 Md€ au 30 juin 2017), ainsi que des actifs de diversification (3,2 Md€ au 30 juin 2017) constitués¹⁰⁵ de résidences traditionnelles et de résidences étudiants¹⁰⁶.

Le patrimoine de bureaux de Gecina est constitué à 55% d'actifs parisiens, avec une prépondérance dans le Quartier Central des Affaires ; 35% du portefeuille de bureaux se situe dans le Croissant Ouest et à La Défense.

Le taux de rendement initial net « topped-up » EPRA¹⁰⁷ sur le périmètre Gecina pris dans son ensemble ressort à 3,7% au 30 juin 2017¹⁰⁸.

La *Loan to Value* droits inclus de Gecina au 30 juin 2017 s'établit à 27,6%.

2.2.2.3. Performances historiques

(i) Actif Net Comptable (ANC)

L'ANC publié semestriellement et annuellement par Gecina au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017 s'analyse comme suit¹⁰⁹ :

Gecina - Bilan simplifié						
M€	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
Patrimoine hors droits	10 341	10 633	12 869	13 043	12 078	13 338
Trésorerie et équivalents de trésorerie	13	717	146	6	59	1 656
Dettes bancaires et obligataires (part non courant)	(3 486)	(3 515)	(3 349)	(3 352)	(3 113)	(4 594)
Dettes bancaires et obligataires (part courant)	(200)	(1 053)	(1 243)	(1 250)	(447)	(939)
Dette financière nette	(3 673)	(3 852)	(4 445)	(4 596)	(3 501)	(3 877)
Autres dettes financières (part non courant)	(15)	(5)	(57)	(5)	(46)	(43)
Autres dettes financières (part courant)	(252)	(128)	(165)	(116)	(84)	(68)
Autres dettes financières	(267)	(134)	(223)	(122)	(130)	(111)
Participations ne donnant pas le contrôle	(10)	(16)	(16)	(17)	(14)	(24)
Autres éléments	(122)	(204)	(449)	(348)	(157)	(296)
ANC - part du groupe	6 270	6 428	7 736	7 961	8 276	9 031
Nombre d'actions dilué	61 967 103	63 423 273	63 327 690	63 370 944	63 402 484	61 556 067
ANC / Nombre d'actions dilué	101,2 €	101,3 €	122,2 €	125,6 €	130,5 €	146,7 €

¹⁰⁵ Après la cession en 2016 à Primonial Reim des titres Gecimed et GEC 15, constitutifs du portefeuille de santé (cliniques et EHPAD).

¹⁰⁶ Source : RFS Gecina 2017, p. 11.

¹⁰⁷ Loyer contractuel annualisé net de charges, hors aménagements de loyers, rapporté à la valeur du patrimoine droits inclus en quote-part.

¹⁰⁸ Versus 3,99% au 31 décembre 2016 et 4,01% au 30 juin 2016 ; source : RFS Gecina 2017, p. 19 et DDR Gecina 2016, p.77.

¹⁰⁹ La ligne « Patrimoine hors droits » regroupe les postes du bilan suivants :

- « Immeubles de placement » ;
- « Immeubles en restructuration » ;
- « Immeubles d'exploitation » ;
- « Immeubles en vente » ;
- « Stocks » ;
- « Actifs classés comme détenus en vue de la vente ».

(ii) ANR Triple Net EPRA

L'ANR Triple Net EPRA déterminé par Gecina à partir de l'ANC s'établit comme suit au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017¹¹⁰ :

Gecina - ANR						
M€	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
ANC - part du groupe	6 270	6 428	7 736	7 961	8 276	9 031
Effet de l'exercice des stock-options	50	72	58	35	18	16
Créance des actionnaires	-	-	-	157	-	159
ANR	6 319	6 500	7 793	8 153	8 294	9 205
Neutralisation - juste valeur des instruments financiers	74	20	27	63	30	20
Plus/moins-values latentes sur actifs comptabilisés au coût	45	52	87	88	93	109
Hausse des droits de mutation	-	-	(73)	-	-	-
Optimisation des droits de mutation	-	20	74	71	69	67
Impôts différés liés aux effets d'entrée dans le régime SIIC	3	-	2	-	-	-
ANR EPRA	6 441	6 591	7 910	8 375	8 485	9 401
Mise en juste valeur des instruments financiers	(74)	(20)	(27)	(63)	(30)	(20)
Mise en juste valeur de la dette à taux fixe	(94)	(70)	(113)	(165)	(79)	(28)
Impôts différés liés aux effets d'entrée dans le régime SIIC	(3)	-	(2)	-	-	-
ANR Triple Net EPRA	6 270	6 501	7 768	8 147	8 376	9 353
Nombre d'actions dilué	61 967 103	63 423 273	63 327 690	63 370 944	63 402 484	61 556 067
ANR EPRA / Nombre d'actions dilué	103,9 €	103,9 €	124,9 €	132,2 €	133,8 €	152,7 €
ANR Triple Net EPRA / Nombre d'actions dilué	101,2 €	102,5 €	122,7 €	128,6 €	132,1 €	152,0 €

Le montant du solde des dividendes à verser au titre de l'exercice 2016 de 159 M€ (2,60 € par action), décaissé le 7 juillet 2017, a été pris en compte en minoration des capitaux propres consolidés de Gecina au 30 juin 2017 et réintégré pour déterminer l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2017¹¹¹.

(iii) Résultats

Le compte de résultat consolidé de Gecina publié semestriellement et annuellement au titre des trois derniers exercices clos et au 30 juin 2017 s'analyse comme suit :

Gecina - Compte de résultat							
M€	juin-14	déc.-14	juin-15	déc.-15	juin-16	déc.-16	juin-17
	6m	6m	6m	6m	6m	6m	6m
Revenus locatifs bruts	294	277	276	298	299	241	241
Charges non refacturées	(22)	(24)	(29)	(20)	(28)	(13)	(27)
Revenus locatifs nets	272	253	248	279	271	228	214
Autres produits et charges	4	4	4	4	1	0	2
Frais de fonctionnement	(34)	(36)	(32)	(36)	(33)	(51)	(34)
Résultat de cession	7	7	20	71	31	18	15
Variation - Juste valeur immeubles de placement	(54)	75	185	1 054	336	194	1 142
Résultat opérationnel	194	304	425	1 372	606	388	1 338
Résultat financier	(75)	(71)	(61)	(64)	(47)	(106)	(37)
Ajustement de valeur des instruments financiers	(62)	(6)	(45)	(7)	(36)	10	9
Résultat des sociétés mises en équivalence	-	0	-	0	0	0	-
Impôt société	(2)	(1)	(2)	0	(2)	(2)	(2)
Résultat net consolidé	55	226	317	1 302	521	291	1 310
Résultat net attribuable aux minoritaires	(1)	1	(9)	(1)	(1)	3	(10)
Résultat net - part du groupe	54	227	308	1 301	520	294	1 299

¹¹⁰ Source : RFS Gecina 2017, p. 17.

¹¹¹ Via la ligne « Créance des actionnaires ».

3. ÉVALUATION MULTICRITÈRE

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre l'Évaluation Multicritère en vue d'apprécier l'Équité au regard des primes extériorisées par :

- le Prix d'Offre (51 €) sur la valeur de l'Action et des OSRA dans la Branche Numéraire (OPA Actions et OPA OSRA) ;
- la Parité d'Échange (initialement de 7 actions Gecina pour 20 Actions ou OSRA Eurosic correspondant à un rapport d'échange de $7/20 = 0,35x$, ajustée à 23 actions Gecina pour 64 Actions ou OSRA Eurosic en raison de l'Augmentation de Capital (§ 1.1.1) correspondant à un rapport d'échange de $23/64 = 0,36x$, ci-après le « **Rapport d'Échange** ») dans la Branche Titres (OPE Actions et OPE OSRA).

Après avoir exposé :

- les données structurant l'évaluation (§ 3.1),
- l'analyse des références boursières sur le titre Eurosic et Gecina *i.e.* le cours *stricto sensu* et le consensus d'analystes sur le titre Gecina (§ 3.2),
- ainsi que les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.3),

nous présentons successivement :

- le mode de détermination du Prix de la Cession de Titres précédant l'Offre (§ 3.4) ;
- les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes, afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre et de la Parité d'Échange mentionnés *supra* (§ 3.5) ;
- l'appréciation de la valeur des OSRA (§ 3.6) ;
- l'appréciation de l'incidence de la réduction des frais de structure d'Eurosic et des synergies additionnelles (§ 3.7) ;
- la synthèse de l'évaluation Multicritère et l'appréciation des primes induites par l'Opération (§ 3.8).

3.1. Données structurant l'évaluation

3.1.1. Référentiel comptable

Les comptes annuels consolidés d'Eurosic et de Gecina sont établis en conformité avec le référentiel IFRS¹¹².

¹¹² *International Financial Reporting Standards.*

Les immeubles de placement, les instruments financiers et les actifs détenus en vue de la vente sont évalués à la juste valeur¹¹³.

3.1.2. Régime SIIC

Eurosic et Gecina ont opté respectivement en 2006 et en 2003 pour le régime fiscal relevant de l'article 208 C du CGI propre aux SIIC et, à ce titre, bénéficient notamment d'une exonération d'impôt sur les sociétés, sur les bénéfices provenant de la location des immeubles et, le cas échéant, sur les plus-values résultant des cessions d'immeubles.

L'article [208 C](#) du CGI prévoit en effet pour les SIIC :

- une **exonération d'impôt sur les sociétés** au titre :
 - des bénéfices provenant de la location d'immeubles et de la sous-location d'immeubles en crédit-bail,
 - des plus-values de cession d'immeubles, de droits afférents à un contrat en crédit-bail immobilier, de participations dans des sociétés de personnes ou de participations dans des filiales ayant opté pour le régime fiscal des SIIC, et
 - des dividendes reçus de filiales soumises à ce même régime fiscal ;
- en contrepartie, une **obligation de distribution de dividendes**, à hauteur :
 - de 95% des bénéfices issus de la location des immeubles sous un délai d'un an,
 - de 60% des plus-values de cession des immeubles ou de certaines participations dans des sociétés immobilières, sous un délai de deux ans à compter de leur réalisation, et
 - de l'intégralité des dividendes reçus des filiales bénéficiant du régime fiscal des SIIC.

Le régime d'exonération est notamment subordonné au degré de détention du capital de la SIIC par ses actionnaires, dans la mesure où le capital ou les droits de vote ne doivent pas être détenus, directement ou indirectement, à hauteur de 60% ou plus par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert¹¹⁴.

3.1.3. Date d'évaluation et modélisation de l'ANR

Dans nos travaux d'évaluation, et au regard des différentes méthodes retenues, nous nous sommes référés à l'Actif Net Réévalué Triple Net EPRA¹¹⁵ au 30 juin 2017 (« **ANR** » exprimé le cas échéant par action) qui constitue pour les SIIC le critère d'évaluation de référence combinant la juste valeur des actifs et des instruments de couverture, ainsi que la fiscalité latente.

¹¹³ Conformément aux normes IAS 40 « Immeubles de placement », IAS 39 « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation » et IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées ».

¹¹⁴ Au sens de l'article [L. 233-10](#) du Code de commerce.

¹¹⁵ Ou EPRA NNAV.

L'ANR d'Eurosic au 30 juin 2017, qui intègre le détachement effectif du coupon de l'Action¹¹⁶ au titre de l'exercice 2016 ainsi que du coupon annuel des OSRA 2015¹¹⁷, a été modélisé :

- en anticipant au 30 juin 2017 le détachement du coupon annuel des OSRA 2016¹¹⁸ (§ 2.2.1.1.ii), soit **16,9 M€** déterminés comme suit :

Eurosic - Intérêts à verser au titre des OSRA 2016			
M€	Cédants	Autres	Total
Nombre	8 724 360	310 248	9 034 608
Nominal	36,65 €	36,65 €	36,65 €
Total nominal - OSRA 2016	320	11	331
Taux d'intérêt	5,5%	5,5%	
Début de période d'intérêts	26-sept.-16	26-sept.-16	
Païement des intérêts	29-août-17	26-sept.-17	
Prorata	92%	100%	
Total intérêts - OSRA 2016	16,2	0,6	16,9

- dans la perspective de la Cession de Titres, en dégagant le résultat du transfert vers Batipart des participations d'Eurosic dans les Sociétés de Diversification.

L'ANR de Gecina au 30 juin 2017, qui intègre l'acompte sur le détachement effectif du coupon de l'action Gecina¹¹⁹ au titre de l'exercice 2016, a été modélisé :

- en anticipant au 30 juin 2017 le détachement du solde du coupon annuel de l'action Gecina¹²⁰ au titre de l'exercice 2016 ; et
- en considérant l'impact de l'Augmentation de Capital.

3.1.4. Nombre d'actions

Le nombre total d'actions sous-tendant nos travaux de valorisation est respectivement de **64.870.587** pour Eurosic (§ 2.2.1.1.iii) et de **70.618.158** pour Gecina (§ 2.2.2.1.ii).

3.1.5. Expertises immobilières

Dans le cadre de l'établissement de leurs comptes annuels et semestriels et afin de se conformer à la norme IFRS 13 « Évaluation de la juste valeur », Eurosic et Gecina mandatent des experts immobiliers (les « **Experts** ») pour la réalisation des expertises immobilières sous-tendant la juste valeur de leurs immeubles (§ 3.1.1) ; conformément à cette norme, tous les actifs visés sont évalués selon leur usage optimal (*Highest and best use value*).

Les Experts obtiennent des sociétés mandantes la documentation nécessaire à leurs travaux ainsi que l'ensemble des éléments susceptibles d'avoir une incidence sur leurs estimations ; si une nouvelle donnée, ayant un impact sur les caractéristiques techniques, juridiques ou fiscales des biens, devait être connue entre la date d'émission de leur rapport et

¹¹⁶ 2,3 € par action représentant un versement de dividendes de **108,6 M€** ; source : RFS Eurosic 2017, p. 33.

¹¹⁷ Au taux de 3,0% sur une émission d'OSRA 2015 de 302 M€ = **9,1 M€** (§ 2.2.1.1.ii) ; source : DDR Eurosic 2016, p. 50.

¹¹⁸ Soit **16,2 M€** à payer *pro rata temporis* le **29 août 2017**, date de l'Acquisition des Blocs, aux titulaires d'OSRA 2016 parmi les Cédants (§ 1.1.1) et **0,6 M€** à payer aux autres titulaires d'OSRA 2016 le **26 septembre 2017**.

¹¹⁹ **2,6 €** par action représentant un versement de dividendes de **162,9 M€** ; source : RFS Gecina 2017, p. 26 et 56.

¹²⁰ **2,6 €** par action représentant un versement de dividendes de **159,2 M€** ; source : RFS Gecina 2017, p. 26 et 56.

la date de valeur réputée celle de la clôture semestrielle ou annuelle, leurs évaluations des biens seraient modifiées en conséquence.

Les valeurs déterminées supposent également que les biens soient en conformité avec l'ensemble des lois et règlements en vigueur, sur le plan de l'environnement¹²¹, de l'urbanisme, de la fiscalité et du fonctionnement des équipements.

Les Experts évaluent les biens selon trois méthodes :

- par le **rendement** ou par **capitalisation**, consistant à capitaliser un revenu net ou une valeur locative à un taux de rendement approprié et à prendre en compte les écarts entre les loyers effectifs et les revenus potentiels par l'intermédiaire de pertes de revenus ou de surloyers actualisés :
 - la valorisation est effectuée bail par bail ;
 - lorsque le loyer net est sensiblement supérieur à la valeur locative, cette dernière est capitalisée au taux de rendement de marché puis est ajouté le surloyer actualisé jusqu'à la prochaine échéance triennale ;
 - pour les immeubles sensiblement sous-loués, la valeur locative est capitalisée au taux de rendement du marché auquel est déduite une perte de revenu actualisée jusqu'à l'échéance du bail ;
 - lorsque la valeur locative est très supérieure au loyer perçu, un abattement est pratiqué sur la valeur locative en regard de l'existence d'un risque de négociation ;
 - le taux de rendement de marché reflète notamment la qualité de l'immeuble et du locataire, la localisation du bien ainsi que la durée ferme restante du bail ;
 - la valeur locative des surfaces vacantes est capitalisée à un taux de rendement de marché augmenté d'une prime de risque, et de ce montant est déduit le manque à gagner pendant la commercialisation locative (temps nécessaire pour trouver un locataire, franchises éventuelles de loyer, travaux de valorisation à prévoir).
- par **Discounted Cash-Flow** (« DCF »), méthode permettant d'évaluer un bien immobilier par l'actualisation des flux qu'il est susceptible de générer sur un horizon donné, ces flux comprenant les revenus (loyers), les charges et les travaux prévisionnels, ainsi que la valeur de sortie estimée du bien à l'issue de l'horizon d'analyse (valeur résiduelle) :
 - la valorisation est effectuée bail par bail ;
 - la durée des flux est adaptée à la situation de chaque immeuble en fonction des dates d'échéances significatives ; à défaut d'échéance particulière, la durée est usuellement fixée à 10 ans ;
 - les flux futurs sont estimés en appliquant pour chaque locataire une hypothèse à l'échéance de son bail, à savoir un départ ou un renouvellement, et en prenant en compte le cas échéant des travaux de re-commercialisation locative et un manque à gagner (temps nécessaire pour trouver un locataire, franchises éventuelles de loyer) ;
 - les charges et dépenses sont définies à partir des données historiques disponibles sur les immeubles et des prévisions établies par les sociétés mandantes ;
 - le taux d'actualisation est apprécié par les Experts sur des bases théoriques et une politique professionnelle de place fixée chaque année, étant précisé, d'une part, que le marché immobilier est organisé autour de différents types d'investisseurs dont les attentes sont clairement identifiées et, d'autre part, que

¹²¹ Pollutions ou substances nocives telles que le plomb, le radon ou l'amiante.

les conditions de financement de l'immobilier d'entreprise, de plus en plus transparentes, permettent une estimation du coût de la dette assez fine. Le taux ainsi obtenu est comparé au taux sans risque pour garantir que la prime de risque est suffisante ;

- les scénarios potentiels sur les immeubles revêtent souvent un caractère plus ou moins spéculatif pouvant différencier les taux d'actualisation utilisés ;
- la valeur résiduelle de l'immeuble représente, dans la majorité des cas, une part significative de la valeur des flux actualisés. Le choix du taux de rendement de sortie est estimé par comparaison au taux qui aurait été retenu à la date d'évaluation pour un immeuble similaire présentant une situation locative comparable ; ce taux prend également en compte le vieillissement de l'immeuble et les investissements à engager sur la durée du scénario ;
- les indexations utilisées pour le calcul des loyers effectifs bruts sont ceux communiqués par l'Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) pour les loyers des activités tertiaires (ILAT) et du coût de la construction (ICC) ;
- les hypothèses d'inflation retenues pour l'évaluation de la valeur locative se situent entre 0,5% et 1,5% de croissance annuelle.

- par **comparaison** consistant à estimer la valeur du bien expertisé en fonction des transactions constatées durant la période d'analyse pour des biens comparables.

Les charges récupérables et non récupérables intégrées dans les calculs de valorisation sont estimées d'après les informations fournies par les sociétés mandantes. Il en est de même en ce qui concerne le montant des investissements restant à engager, actualisés en fonction de leur date de décaissement prévisionnelle.

La juste valeur des immeubles est arbitrée par les Experts entre les valeurs issues des méthodes précitées.

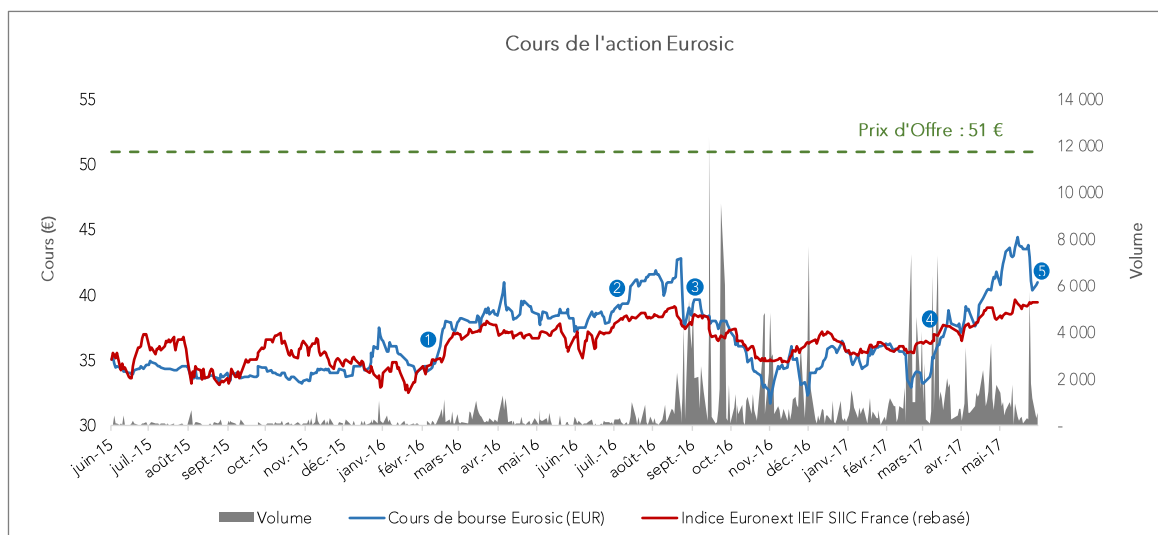
3.2. Références boursières

3.2.1. Analyse du cours de bourse¹²²

Sur la moyenne des 12 mois précédant l'annonce de l'Opération¹²³, les actions de Gecina affichent une liquidité sensiblement supérieure à celles d'Eurosic, étant rappelé que seuls les titres de Gecina sont suivis par les analystes (§ 3.2.2).

¹²² Cours ajustés des versements de dividendes et pour Gecina également de l'Augmentation de Capital ; source : *Bloomberg*.

¹²³ Au 20 juin 2017, veille des Communiqués.



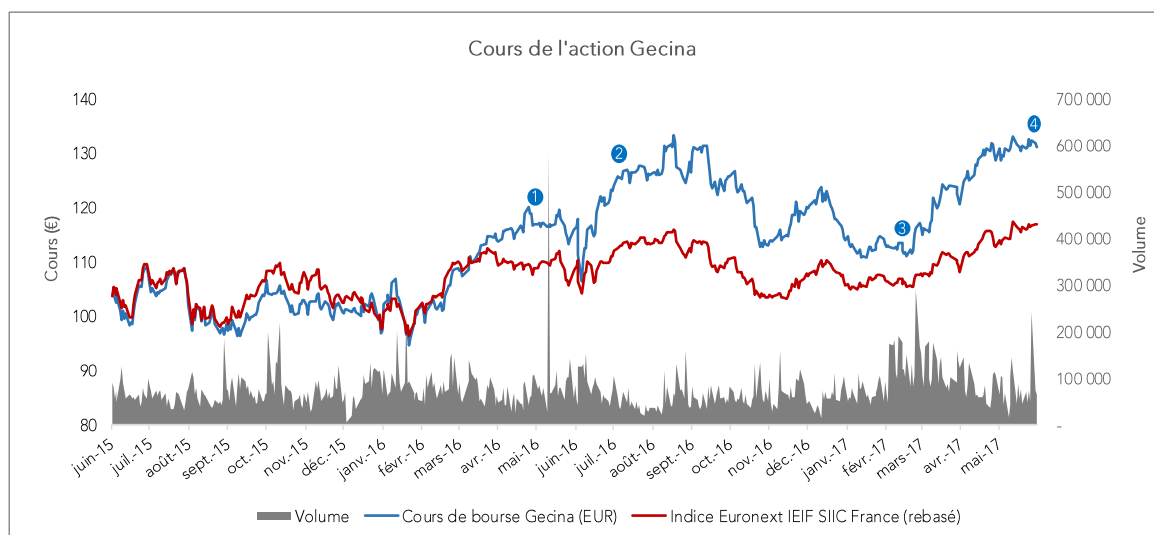
- ① 4-mars-16 Lancement de l'offre publique sur Foncière de Paris
- ② 26-juil.-16 Annonce des résultats du S1 2016
- ③ 21-sept.-16 Acquisition par Eurosic de Foncière de Paris : Eurosic contrôle 76,7% du capital de Foncière de Paris après son offre publique
- ④ 28-mars-17 Annonce des résultats de l'année 2016
- ⑤ 20-juin-17 Signature des accords pour le rapprochement entre Gecina et Eurosic

Eurosic - Rotation du flottant

20-juin-17

Nombre de titres échangés (12 mois)	293 281
Flottant	2 975 115

Rotation du flottant (%)	9,9%
Rotation du flottant (années)	10,1



- ① 19-mai-16 Annonce de l'offre publique sur Foncière de Paris
- ② 21-juil.-16 Annonce des résultats du S1 2016
- ③ 23-févr.-17 Annonce des résultats de l'année 2016
- ④ 20-juin-17 Signature des accords pour le rapprochement entre Gecina et Eurosic

Gecina - Rotation du flottant	
	20-juin-17
Nombre de titres échangés (12 mois)	19 783 665
Flottant	32 218 430
Rotation du flottant (%)	61,4%
Rotation du flottant (années)	1,6

Nonobstant ce différentiel de liquidité, nous déterminons sur la période de 12 mois antérieure à l'annonce de l'Opération :

- les primes extériorisées par le Prix d'Offre (51 €) sur les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») des Actions d'Eurosic (primes offertes par la Branche Numéraire) :

Eurosic - Analyse du cours de bourse		
20-juin-17	CMPV	Prime / (décote)
Prix d'Offre	51,0 €	
Spot	41,0 €	24,5%
CMPV 20 séances	42,6 €	19,6%
CMPV 1 mois	42,5 €	20,1%
CMPV 3 mois	38,6 €	32,1%
CMPV 6 mois	36,8 €	38,6%
CMPV 12 mois	36,9 €	38,4%
Plus haut 12 mois	44,4 €	14,8%
Plus bas 12 mois	31,7 €	60,9%

Source : Bloomberg

- les primes extériorisées par le Rapport d'Échange sur le rapport entre les CMPV des Actions d'Eurosic et les CMPV des actions de Gecina (primes offertes par la Branche Titres) :

Eurosic versus Gecina - Analyse du cours de bourse				
20-juin-17	CMPV Eurosic	CMPV Gecina	Parité induite	Prime / (Décote)
Rapport d'Échange			0,36x	
Spot	41,0 €	131,2 €	0,31x	15,1%
CMPV 20 séances	42,6 €	131,6 €	0,32x	10,9%
CMPV 1 mois	42,5 €	131,4 €	0,32x	11,2%
CMPV 3 mois	38,6 €	125,5 €	0,31x	16,8%
CMPV 6 mois	36,8 €	120,2 €	0,31x	17,4%
CMPV 12 mois	36,9 €	120,8 €	0,31x	17,8%
Plus haut 12 mois	44,4 €	133,5 €	0,33x	8,0%
Plus bas 12 mois	31,7 €	106,5 €	0,30x	20,8%

Source : Bloomberg

Pour mémoire, les données Gecina, issues de *Bloomberg*, intègrent rétrospectivement, sur la période d'observation, l'incidence de l'Augmentation de Capital en regard du Rapport d'Échange de 0,36x.

Par référence au CMPV sur les 12 derniers mois, les primes s'inscrivent dans une fourchette de :

- 19,6% à 38,6% pour la Branche Numéraire ;
- 10,9% à 17,8% pour la Branche Titres.

3.2.2. Cours cible

Le titre Eurosic n'étant suivi par aucun *broker*, nous ne mentionnons dès lors qu'à titre indicatif les informations relatives aux objectifs de cours¹²⁴ de Gecina exprimés par les analystes antérieurement¹²⁵ puis postérieurement à l'annonce de l'Opération :

Gecina - Cours cible				
Analyste	Avant annonce		Après annonce	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
Kempen & Co	20-juin-17	137,0 €	9-août-17	148,0 €
Natixis	19-juin-17	135,0 €	18-juil.-17	150,0 €
UBS	19-juin-17	135,0 €	18-juil.-17	135,0 €
Bank Degroof Petercam	19-juin-17	131,0 €	18-juil.-17	135,0 €
Tradition Securities & Futures	19-juin-17	140,0 €	19-juil.-17	145,0 €
Invest Securities	19-juin-17	114,0 €	19-juil.-17	121,5 €
JP Morgan	16-juin-17	140,0 €	17-juil.-17	136,7 €
Goldman Sachs	15-juin-17	137,0 €		
Jefferies	5-juin-17	115,0 €	18-juil.-17	132,0 €
Alpha Value	1-juin-17	142,0 €	10-août-17	141,0 €
Exane BNP Paribas	31-mai-17	129,0 €	17-août-17	135,0 €
Merrill Lynch	23-mai-17	147,0 €		
Kepler Chevreux	27-avr.-17	134,1 €	18-juil.-17	150,0 €
Société Générale	27-avr.-17	117,0 €	24-août-17	140,0 €
Morgan Stanley	26-avr.-17	140,0 €		
HSBC			27-juil.-17	137,0 €
Médiane		135,0 €		137,0 €
Moyenne		132,9 €		138,9 €

Ces données nous permettent d'approcher un rapport d'échange de **0,31x**, induisant une prime de **14,2%** en rapportant le CMPV 1 mois d'Eurosic de **42,5 €** (§ 3.2.1) aux objectifs de cours médians de Gecina à l'annonce de l'Opération (**135,0 €**).

3.2.3. Synthèse

Les références boursières extériorisent sur la Branche Numéraire et sur la Branche Titres des primes appréciables dans le contexte de l'Offre et au vu de la liquidité réduite de l'Action Eurosic par rapport à l'action Gecina.

¹²⁴ Nous nous sommes attachés à recenser l'ensemble des objectifs de cours de Gecina, par référence aux informations disponibles dans nos bases de données ; nous ne sommes cependant pas en mesure d'en garantir l'exhaustivité, en raison notamment d'un embargo affectant ces sources d'informations pour les notes de *brokers* les plus récentes.

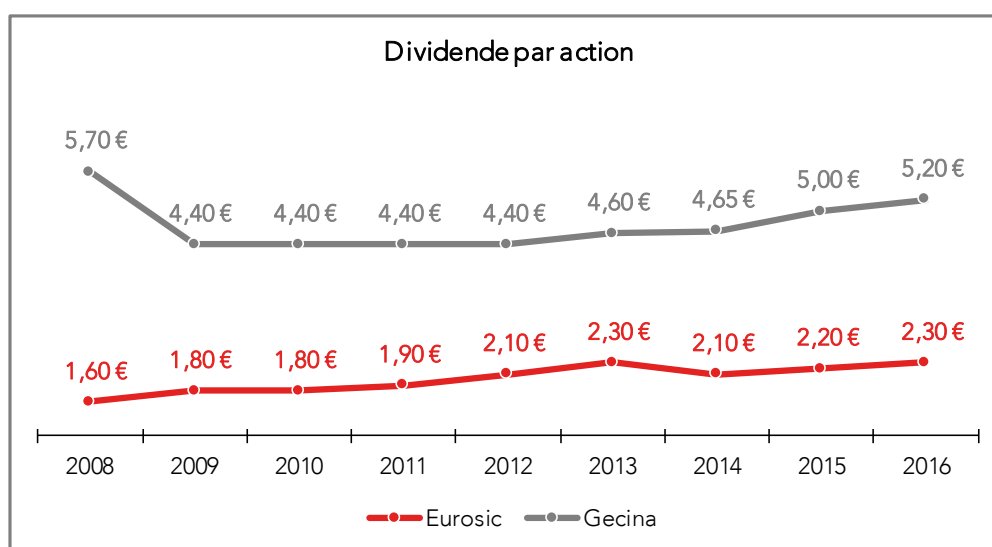
¹²⁵ Les données du tableau récapitulatif des objectifs de cours de Gecina sont présentées dans l'ordre chronologique décroissant sur la période pré-annonce de l'Opération.

Nous rappelons que les CMPV d'Eurosic et de Gecina s'entendent sur leurs périmètres respectifs avant l'annonce de l'Opération i.e. hors incidence de l'Acquisition des Blocs et de la Cession de Titres.

3.3. Méthodes d'évaluation écartées

3.3.1. Actualisation des dividendes futurs (DDM¹²⁶)

En l'absence de prévisions de dividendes, cette méthode d'évaluation n'a pas été retenue. Le niveau de dividendes versés dépend notamment des résultats de cession sur la vente d'immeubles¹²⁷ qui s'avèrent difficilement prévisibles sur un horizon moyen / long terme ; à titre indicatif, les dividendes par action servis historiquement par Eurosic et Gecina sont les suivants :



3.3.2. Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF¹²⁸)

Cette méthode d'évaluation n'a pas été retenue en raison de sa redondance avec la méthodologie appliquée par les experts immobiliers en charge de la valorisation du patrimoine foncier sous-tendant l'ANR (§ 3.1.5) ; par construction, une valorisation par la méthode DCF est réputée induire une valeur inférieure à celle obtenue par la méthode de l'ANR, dans la mesure où elle intègre les coûts *corporate* associés au fonctionnement de la structure, ces derniers étant en revanche exclus de l'ANR.

¹²⁶ Dividend Discount Model.

¹²⁷ Le régime SIIC impose à la Société une distribution de 60% des bénéfices issus de la cession d'immeubles sous un délai de deux exercices et de 95% des bénéfices distribuables issus des activités locatives sous un délai un exercice (§ 3.1.2).

¹²⁸ Discounted Cash-Flow.

3.3.3. Actif Net Comptable (ANC)

Eurosic et Gecina établissent leurs comptes conformément au référentiel IFRS, en vertu duquel les immeubles de placement sont comptabilisés à leur juste valeur (§ 3.1.1)¹²⁹.

La valorisation par l'ANC n'a donc pas été retenue, car elle serait à la fois redondante avec l'approche fondée sur l'ANR, et en tout état de cause moins précise que l'ANR Triple Net EPRA qui intègre la valeur de marché de la dette.

En outre, les comparables boursiers ayant opté pour des méthodes d'évaluation de leur patrimoine différant d'une société à l'autre, la méthode du *Price to Book* n'est pas applicable (§ 3.5.3) :

Comptabilisation des immeubles de placement par les comparables		
Société	Référentiel	Option retenue
Foncière des Régions	IFRS	Juste valeur
Icade	IFRS	Coût historique
Société Foncière Lyonnaise	IFRS	Juste valeur
Terreis	IFRS	Coût historique
Société de la Tour Eiffel	IFRS	Coût historique
CeGeREAL	IFRS	Juste valeur
Immobilière Dassault	IFRS	Juste valeur

3.3.4. Références aux transactions sur les OSRA 2015¹³⁰ et les OSRA 2016¹³¹

Les transactions tant sur les OSRA 2015 que sur les OSRA 2016 portant sur un volume marginal, le cours des OSRA n'est pas représentatif de leur valeur, étant rappelé que :

- les OSRA présentent les mêmes caractéristiques que les Actions et sont par conséquent valorisées à l'identique (§ 2.2.1.1.ii et § 3.6) ; compte tenu de leurs caractéristiques, ces OSRA sont intégralement présentées en capitaux propres dans les comptes consolidés d'Eurosic (§ 2.2.1.1.ii) ;
- à cet égard, la situation du détenteur d'OSRA ne diffère pas de celle de l'actionnaire *stricto sensu*.

3.4. Détermination du Prix de la Cession de Titres

Le Prix de la Cession de Titres (463 M€) découle de la transposition à la valeur brute d'expertise (GAV¹³²) des Actifs de Diversification¹³³ d'une prime de **7,6%**, identique à celle induite par le Prix de l'Acquisition des Blocs et le Prix d'Offre, sur l'estimation de la valeur du patrimoine immobilier hors droits d'Eurosic à fin 2016 après prise en compte de l'ensemble des dividendes sur les Actions et détachements de coupon sur les OSRA ainsi que du montant estimé du *cash-flow* d'Eurosic pour le premier semestre 2017.

¹²⁹ Eurosic et Gecina appliquent l'option qui leur est offerte par la norme IAS 40 de comptabilisation des immeubles de placement à leur juste valeur.

¹³⁰ Code ISIN : FR0012759579 ; mnémonique : YERS.

¹³¹ Code ISIN : FR0013162583 ; mnémonique : YERSA.

¹³² Gross Asset Value.

¹³³ Au nombre de 25 (§ 2.2.1.4.ii).

Nous comprenons que la prime sur la GAV d'Eurosic de 7,6% au 31 décembre 2016 a été déterminée par Gecina comme suit ; en recourant à la même méthode de calcul, nous situons cette prime sur la GAV d'Eurosic à 2,5% au 30 juin 2017 :

Eurosic - Prime sur patrimoine d'Eurosic			
M€		31-déc.-16	30-juin-17
Nombre d'Actions dilué hors auto-contrôle	(1)	64 793 183	64 870 587
Prix d'Offre	(2)	51,0 €	51,0 €
Valeur Eurosic induite	[a] = (1)*(2)	3 304	3 308
Immeubles de placement		5 541	6 001
Immobilisations d'exploitation hôtelière		184	179
Créances financières sur crédit-bail		273	232
Investissement dans les sociétés mises en équivalence		205	210
Ecart d'acquisition		90	100
Stocks		141	132
Actifs destinés à être cédés		121	67
Patrimoine hors droits	[b]	6 555	6 920
ANR Triple Net EPRA	[c]	2 858	3 154
Actifs / passifs hors patrimoine	[d] = [c-b]	(3 697)	(3 765)
Dividendes à verser au titre de 2016		(109)	-
Coupon sur OSRA 2015 à verser (29 juin 2017)		(9)	-
Coupon sur OSRA 2016 à verser (26 septembre 2017)		(18)	(18)
Estimation du cash-flow du premier semestre 2017		85	-
Ajustements 2017	[e]	(51)	(18)
Valeur du patrimoine Eurosic induite	[f] = [a-d-e]	7 052	7 092
Prime offerte sur le patrimoine Eurosic	[f]/[b] - 1	7,6%	2,5%

La prime de 7,6% sur la GAV des Actifs de Diversification au 31 décembre 2016 s'analyse comme suit¹³⁴ et s'établit au 30 juin 2017 à 3,2% :

Eurosic - Prime sur patrimoine des Actifs de Diversification		
M€	31-déc.-16	30-juin-17
Prix de la Cession de Titres	463	463
Quote-part d'ANR	440	462
Droits de mutation *	(19)	(19)
Quote-part d'ANR net des droits de mutation	421	443
Prime induite sur la quote-part d'ANR	42	20
Prime induite sur l'ANR à 100%	66	33
GAV des Actifs de Diversification	864	1 037
Prime offerte sur le patrimoine Actifs de Diversification	7,6%	3,2%

* 5% de la quote-part d'ANR sur les sociétés françaises

¹³⁴ La prime induite sur la quote-part d'ANR mentionnée supra s'analyse en fonction des taux de détention d'Eurosic dans les Sociétés de Diversification (§ 2.2.1.3).

Les différences de primes sur la GAV constatées au 30 juin 2017 entre le périmètre Eurosic (2,5%) et les Actifs de Diversification (3,2%) résultent d'une revalorisation du patrimoine d'Eurosic plus importante que celle des Sociétés de Diversification¹³⁵ au cours du premier semestre 2017 (§ 2.2.1.3).

3.5. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier, post Cession de Titres, le Prix d'Offre et la Parité d'Échange, nous avons mobilisé à titre principal :

- l'ANR Triple Net EPRA « ajusté » au 30 juin 2017 (§ 3.5.1) et ;
- l'étude des primes et décotes d'ANR sur les offres publiques antérieures récentes (2014 à 2017) réputées comparables (§ 3.5.2) ;

et à titre secondaire les multiples boursiers de sociétés comparables (§ 3.5.3).

3.5.1. ANR Triple Net EPRA

3.5.1.1. Réévaluation de l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2017

i) Eurosic

La Cession de Titres¹³⁶ et la prise en compte du détachement de coupon des OSRA 2016 prévu (§ 3.1.3), portent l'ANR par Action d'Eurosic de 48,6 € (§ 2.2.1.4.ii) à 48,4 € (« ANR Triple Net EPRA Ajusté ») :

Eurosic - ANR Triple Net EPRA Ajusté	
M€	30-juin-17
ANR Triple Net EPRA	3 154
Dividendes à verser au titre de 2016	-
Coupon sur OSRA 2015 à verser (29 juin 2017)	-
Coupon sur OSRA 2016 à verser	(17)
Coupon sur les OSRA à verser en 2017	(17)
Quote-part d'ANR - Actifs de Diversification	(462)
Prix de Cession de Titres	463
Plus-value de Cession de Titres	1
ANR Triple Net EPRA Ajusté	3 138
Nombre d'Actions dilué	64 870 587
ANR Triple Net EPRA Ajusté / Nombre d'Actions dilué	48,4 €
<i>dont ANR publié / Nombre d'Actions dilué</i>	48,6 €
<i>dont impact dividendes 2016</i>	0,0 €
<i>dont impact coupon sur OSRA 2016 à verser en 2017</i>	(0,3) €
<i>dont impact plus-value Cession de Titres</i>	0,0 €

¹³⁵ Dans une certaine mesure, la valeur intrinsèque des Actifs de Diversification est conditionnée par l'usage qu'en font les exploitants.

¹³⁶ La plus-value de la Cession de Titres appréciée au 30 juin 2017 est quasi nulle.

ii) Gecina

La prise en compte du solde des dividendes 2016 versé le 7 juillet 2017 ainsi que l'incidence de l'Augmentation de Capital portent l'ANR par action de Gecina de 152,0 € (§ 2.2.2.3.i) à 144,4 € (« ANR Triple Net EPRA Ajusté ») :

Gecina - ANR Triple EPRA Net Ajusté	
M€	30-juin-17
ANR Triple Net EPRA	9 353
Versement de l'acompte sur dividendes 2016 (8 mars 2017)	-
Solde des dividendes 2016 à verser (7 juillet 2017)	(159)
Dividendes 2016	(159)
Augmentation de Capital	1 001
ANR Triple Net EPRA Ajusté	10 196
Nombre d'actions dilué avant Augmentation de Capital	61 556 067
Nombre d'actions émises lors de l'Augmentation de Capital	9 062 091
Nombre d'actions dilué après Augmentation de Capital	70 618 158
ANR Triple Net EPRA Ajusté / action dilué	144,4 €
dont ANR publié / Nombre d'actions dilué	152,0 €
dont impact dividendes 2016	(2,6) €
dont impact Augmentation de Capital	(5,0) €

3.5.1.2. Primes sur l'ANR Triple Net EPRA

i) Sociétés de Diversification

En l'absence de transactions comparables connues¹³⁷ et de sociétés foncières gérant des actifs de même taille et de même nature que les Actifs de Diversification, nous considérons que l'évaluation au 30 juin 2017 des Sociétés de Diversification ne peut être appréhendée rationnellement qu'à travers de l'ANR.

Le Prix de la Cession de Titres extériorise une prime sur l'ANR des Sociétés de Diversification de 5,2% au 31 décembre 2016 et de 0,2% au 30 juin 2017 et offre ainsi au 30 juin 2017 une légère prime par rapport à la valeur réelle des Sociétés de Diversification reflétée par l'ANR ; cette évolution est à relier à la revalorisation du patrimoine et aux résultats de l'activité sur le premier semestre 2017 :

Prime sur ANR induite par le Prix de la Cession de Titres			
M€		31-déc.-16	30-juin-17
Prix de la Cession de Titres	[a]	463	463
Quote-part d'ANR	[b]	440	462
Prime	[a/b] - 1	5,2%	0,2%

¹³⁷ Pour mémoire, la cession en 2016 par Gecina à Primonial Reim de son portefeuille de santé ne peut servir de comparaison avec les actifs de santé localisés dans le périmètre Eurosic Lagune, au regard des disparités de taille et de localisation ; source : DDR Gecina 2016, p. 58 et informations communiquées par la Direction de Gecina.

ii) Branche Numéraire

Le Prix de l'Acquisition des Blocs et le Prix d'Offre extériorisent une prime sur l'ANR Triple Net EPRA Ajusté d'Eurosic par Action de 5,4% au 30 juin 2017 :

Prime sur ANR induite par le Prix d'Offre		
		30-juin-17
Prix d'Offre	[a]	51,0 €
ANR Triple Net EPRA Ajusté / Nombre d'Actions dilué	[b]	48,4 €
Prime	[a/b] - 1	5,4%

iii) Branche Titres

La Parité d'Échange extériorise une prime au titre de l'ANR Triple Net EPRA Ajusté d'Eurosic par Action rapporté à l'ANR Triple Net EPRA Ajusté de Gecina par action de 7,2% au 30 juin 2017 :

Prime sur ANR induite par la Parité d'Echange		
		30-juin-17
ANR Triple Net EPRA Ajusté - Eurosic	[a]	48,4 €
ANR Triple Net EPRA Ajusté - Gecina	[b]	144,4 €
Parité d'échange induite	[c] = [a/b]	0,34x
Parité d'Échange	[d]	0,36x
Prime	[d/c] - 1	7,2%

3.5.2. Comparables transactionnels

La sélection des transactions comparables en fonction des caractéristiques¹³⁸ des offres publiques récentes nous conduit à les différencier, pour en comparer les primes sur ANR avec celles offertes sur la Branche Numéraire et la Branche Titres, selon qu'elles ont été rémunérées en numéraire ou/et en titres ; nous avons dédoublé le panel de transactions en fonction de la nature du patrimoine des sociétés visées par ces offres, en élargissant l'échantillon de base constitué de foncières de bureaux à des sociétés possédant un patrimoine de nature commerciale ou résidentielle.

Il en ressort que les transactions réalisées aussi bien en numéraire qu'en titres sur des portefeuilles multi-actifs l'ont été principalement sur la base de l'équivalent de l'ANR :

¹³⁸ **Pour la Branche Numéraire** : Offre Publique d'Achat (OPA), Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire (OPAS-RO), Offre Publique de Retrait (OPR), Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO), Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA).
Pour la Branche Titres : Fusion par absorption, Offre Publique d'Échange (OPE).

Transactions comparables - Offre publique en numéraire					
Date	Cible	Activité immobilière principale	Initiateur	Opération	Prix d'offre / ANR
mars-16	Foncière de Paris	Bureaux	Eurosic	OPA-RO	1,1x
déc.-15	CeGeREAL	Bureaux	Northwood (concert)	OPAS	1,0x
sept.-14	SIIC de Paris	Bureaux	Eurosic	OPAS-RO	1,0x
sept.-14	Orosdi	Bureaux (1 actif)	Cerep Investment France	OPR-RO	1,3x
juin-14	Société de la Tour Eiffel	Bureaux	SMABTP	OPA	1,0x
Médiane		Bureaux			1,0x
Moyenne		Bureaux			1,1x
juil.-17 ⁽¹⁾	ANF Immobilier	Bureaux, commerces, hôtels et logements	lcade	OPA	1,1x
mars-15	Foncière des Murs	Hôtellerie, commerces, santé	Foncière des Régions	OPA	1,0x
juil.-14	Carrefour Property Dev.	Commercial	CRFP 13	OPR	1,0x
juin-14	Foncière Développement Logements	Résidentiel	Foncière Développement Logements	OPRA	1,3x
Médiane		Echantillon large			1,0x
Moyenne		Echantillon large			1,1x

⁽¹⁾ Date d'annonce

Transactions comparables - Offre publique en titres					
Date	Cible	Activité principale	Initiateur	Opération	Prix d'offre / ANR
mars-16	Foncière de Paris	Immobilier de bureaux	Eurosic	OPE	1,0x
avr.-16	Foncière des Murs	Hôtellerie, commerces, santé	Foncière des Régions	OPE	1,0x
mars-15	Foncière des 6 ^{ème} et 7 ^{ème} arr.	Immobilier commercial, hôtellerie	Foncière de Paris	Fusion par absorption	1,0x
Médiane					1,0x
Moyenne					1,0x

Ces observations sur les transactions induisent une prime de **5,4%** sur la Branche Numéraire, globalement équivalente à celle induite par le Prix d'Offre sur l'ANR (§ 3.5.1.2.ii) :

Transactions comparables - Branche Numéraire				
	Multiple médian	Agrégat Eurosic (€/Action)	Agrégat recalculé	Prime / (Décote)
Prix d'Offre			51,0 €	
ANR Triple Net EPRA Ajusté	1,0 x	48,4 €	48,4 €	5,4%

De même, elles reviennent, pour la Branche Titres, à une prime de **7,2%** également équivalente à celle induite par la Parité d'Échange sur l'ANR (§ 3.5.1.2.iii).

3.5.3. Comparables boursiers

La sélection des SIIC comparables en termes de taille et/ou de nature de patrimoine immobilier, par référence aux informations disponibles au 30 juin 2017 ou à défaut au 31 décembre 2016, nous conduit à retenir un panel homogène entre Eurosic et Gecina, du fait de la prépondérance de bureaux dans leurs portefeuilles d'actifs respectifs :

Présentation des comparables									
Société	Eurosic	Gecina	Foncière des Régions	Icade	Société Foncière Lyonnaise	Terreis	Société de la Tour Eiffel	CeGeREAL	Immobilière Dassault
	30-juin-17	30-juin-17	30-juin-17	30-juin-17	30-juin-17	30-juin-17	30-juin-17	31-déc.-16	31-déc.-16
Patrimoine HD (M€)	6 284	13 338	20 993	9 887	6 144	2 013	1 145	1 124	439
Nombre d'actifs	269	221	44 357	244 ⁽¹⁾	20	nc	48	4	6
Valeur moyenne HD / actif	23	60	ns	41	307	na	24	281,0	73
Surface locative (m²)	1 359 612	1 548 042 ⁽¹⁾	6 036 331	3 108 467	403 700 ⁽¹⁾	199 617 ⁽¹⁾	488 922	157 130	18 792
Taux de vacance EPRA	6,5%	4,5%	3,6%	6,6%	3,1% ⁽¹⁾	2,8%	12,7%	14,0%	1,9%
Revenus locatifs ⁽⁴⁾	6m	6m	6m	6m	6m	6m	6m	12m	12m
Revenus locatifs bruts (M€)	132	241	459	293	99	32	34	47	16
Revenus locatifs nets (M€)	121	214	419	263	92	31	31	44	16
Activité	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bureaux	73%	-	58%	78%	81% ⁽¹⁾	92% ⁽¹⁾	96%	100%	100%
Commerces	-	76%	-	-	18% ⁽¹⁾	-	-	-	-
Résidentiel	-	24%	23%	-	1% ⁽¹⁾	8% ⁽¹⁾	-	-	-
Autres	27%	-	19%	22%	-	-	4%	-	-
Répartition géographique	100%	100%⁽¹⁾⁽²⁾	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Paris	55%	54%	38%	13%	92% ⁽¹⁾	98%	87%	-	90%
Banlieue / Ile de France	21%	45%	68%	8%	2%	-	-	-	10%
Province	18%	1%	13%	19%	-	1%	13%	-	-
Autres	6%	-	49%	-	-	-	-	-	-
Rendement initial net "topped-up" EPRA	4,6%	3,7%	4,6%	5,4%	3,3%	3,6%⁽³⁾	5,5%	5,2%	nc

⁽¹⁾ Au 31 décembre 2016

⁽²⁾ Hors Résidentiel

⁽³⁾ Taux de rendement

⁽⁴⁾ Activité foncière

L'évaluation analogique¹³⁹ par les comparables boursiers mise en œuvre repose :

- sur la capitalisation boursière moyenne 1 mois des comparables déterminée à partir du cours moyen 1 mois¹⁴⁰ au 20 juin 2017¹⁴¹ et du nombre d'actions dilué hors auto-détention au 30 juin 2017 :

Comparables boursiers						20-juin-17	
Société	Total actions	Auto-détention	OSRA / ORNANE	Actions gratuites	Autres	Total actions hors auto-détention dilué	Cours moyen
	juin-17	juin-17	juin-17	juin-17	juin-17	juin-17	Moy. 1m
Source	RFS 2017	RFS 2017	RFS 2017	RFS 2017	RFS 2017	RFS 2017	Bloomberg
Eurosic	49 405 329	(2 169 328)	17 496 146	138 440		64 870 587	42,7 €
Gecina	72 496 731	(2 197 628)			319 055	70 618 158	131,2 €
Foncière des Régions	73 870 450	(65 985)	4 519 650	426 905		78 751 020	83,2 €
Icade	74 111 186	(241 144)			79 909	73 949 951	73,2 €
Société Foncière Lyonnaise	46 528 974	(313 850)				46 215 124	54,8 €
Terreis	25 574 750	(6 143)			105 000	25 673 607	39,5 €
Société de la Tour Eiffel	12 232 422	(3 474)		24 500	2 862	12 256 310	56,0 €
CeGeREAL *	13 372 500	(14 919)			865 000	14 222 581	37,1 €
Immobilière Dassault *	6 267 516	(2 700)				6 264 816	45,2 €

* Les rapports financiers semestriels au 30 juin 2017 n'étant pas disponibles, le nombre d'actions se fonde sur les données au 31 décembre 2016.

¹³⁹ La nature des ANR, cash-flows récurrents, Revenus Nets et rendements des comparables boursiers est détaillée en Annexe 7.

¹⁴⁰ Cours non pondérés par les volumes, ajustés de l'Augmentation de Capital pour Gecina, ainsi que des versements de dividendes ayant pu intervenir jusqu'à la date de notre dernière requête au 24 août 2017 ; source : Bloomberg,

¹⁴¹ Veille des Communiqués.

- principalement sur les multiples d'ANR publié, et
- secondairement sur les multiples de
 - cash-flows récurrents,
 - loyers nets après prise en compte de la marge opérationnelle des autres activités¹⁴² (« Revenus Nets »), et
 - rendement.

Elle extériorise les multiples suivants, étant précisé que :

- les agrégats d'Eurosic, présentés à titre purement indicatif dans le tableau suivant, incluent la contribution des Actifs de Diversification, dans la mesure où la capitalisation boursière au 20 juin 2017 n'anticipait pas la Cession de Titres ;
- la plupart des comparables boursiers affichent une décote d'ANR par rapport à leur capitalisation boursière :

Comparables boursiers										% rend.
Société	Capi. boursière	Dette nette *	Valeur d'ent.	ANR	Cash-flows récurrents	Revenus Nets	Price / ANR	Price / CF réc.	VE / Revenus Nets	
M€	Moy. 1m	juin-17	juin-17	juin-17	12m	12m				
Eurosic	2 771	3 625	6 396	3 138	171	262	0,88 x	16,2 x	24,4 x	5,4%
Gecina	9 265	3 900	13 165	9 194	338	499	1,01 x	27,4 x	26,4 x	4,0%
Foncière des Régions	6 555	12 901	19 456	5 975	397	845	1,10 x	16,5 x	23,0 x	5,3%
Icade	5 410	5 277	10 687	5 809	314	580	0,93 x	17,2 x	18,4 x	5,5%
Société Foncière Lyonnaise	2 531	2 373	4 904	3 421	99	184	0,74 x	25,5 x	26,7 x	3,8%
Terreis	1 015	719	1 734	1 276	28	63	0,80 x	36,3 x	27,7 x	2,0%
Société de la Tour Eiffel	686	405	1 091	703	50	61	0,98 x	13,8 x	17,8 x	5,4%
CeGeREAL **	528	565	1 093	545	35	44	0,97 x	15,2 x	24,9 x	5,7%
Immobilière Dassault **	283	107	390	325	12	16	0,87 x	24,0 x	24,6 x	2,7%
Médiane							0,93 x	17,2 x	24,6 x	5,3%
Moyenne							0,91 x	21,2 x	23,3 x	4,3%

* Dette financière nette + Intérêts minoritaires (source : RFS 2017)

** Les rapports financiers semestriels au 30 juin 2017 n'étant pas disponibles, les agrégats de dette nette, d'ANR, de cash-flows récurrents et de Revenus Nets ont été déterminés sur la base des comptes au 31 décembre 2016.

➤ Agrégats Eurosic

Dans l'évaluation analogique par les comparables boursiers, nous nous sommes appuyés sur les agrégats du premier semestre 2017, hors contribution des Actifs de Diversification cédés à Batipart préalablement à la mise œuvre de l'Offre, que nous avons doublés pour appréhender un flux de 12 mois ; cette approximation postule la reconduction du même niveau d'activité sur le second semestre 2017.

¹⁴² Crédit-bail, exploitation hôtelière, promotion immobilière et exploitation de parkings.

Sur cette base :

- les Revenus Nets d'Eurosic hors contribution des Actifs de Diversification s'établissent comme suit à 106 M€ au 30 juin 2017, soit **212 M€** sur une base annuelle :

Eurosic - Revenus Nets			
M€	Eurosic au 30 juin 2017	Contribution des Actifs de Diversification	Eurosic hors Actifs de Diversification
Base 6 mois	[a]	[b]	[a-b]
Loyers nets	121	25	96
Résultat opérationnel courant - crédit-bail	7		7
Résultat opérationnel courant - activité hôtelière	1		1
Marge immobilière	2		2
Autres activités	10	-	10
Revenus Nets	131	25	106

- le *cash-flow* récurrent d'Eurosic, hors contribution des Actifs de Diversification et avant réinvestissement du Prix de la Cession de Titres, s'établit à 65 M€ au 30 juin 2017 soit **130 M€** sur une base annuelle :

Eurosic - Cash-flow récurrent avant réinvestissement du Prix de la Cession de Titres			
M€	Eurosic au 30 juin 2017	Contribution des Actifs de Diversification	Eurosic hors Actifs de Diversification
Base 6 mois	[a]	[b]	[a-b]
Revenus Nets	131	25	106
Charges opérationnelles courantes	(20)	0	(20)
Résultat opérationnel courant	111	25	86
Résultat de cession des immeubles de placement	2	2	0
Coût de l'endettement financier net	(22)	(3)	(18)
Quote-part des sociétés mises en équivalence	4	4	0
Résultat net attribuables aux minoritaires	(10)	(8)	(3)
Cash-flow courant part du groupe - hors OSRA	85	20	65

En l'absence de visibilité quant à l'allocation précise des fonds obtenus du Prix de la Cession de Titres, nous avons fait l'hypothèse, sur une base annuelle, que cette somme pourrait être placée dans une fourchette comprise entre le coût moyen de la dette d'Eurosic de 2,0%¹⁴³ et le taux de rendement financier implicite des Actifs de Diversification de 8,7%¹⁴⁴.

Eurosic - Cash-flow récurrent			
M€	Borne basse	Borne haute	Borne moyenne
Avant réinvest. du Prix de la Cession de titres	130	130	130
Prix de la Cession de Titres	463	463	463
Taux de placement	2,0%	8,7%	5,4%
Produits du réinvestissement	9	40	25
Cash-flow récurrent	140	171	155

Le *cash-flow* récurrent d'Eurosic hors contribution des Actifs de Diversification est ainsi estimé à **155 M€**.

- le dividende ordinaire par Action hors contribution des Actifs de Diversification est estimé à 1,9 € comme suit :

Eurosic - Dividende 2016 hors Actifs de Diversification	
	€/action
Cash-flow récurrent estimé (M€)	155
Nombre d'Actions dilué hors auto-contrôle	64 870 587
Cash-flow récurrent par Action	2,4 €
Politique de distribution cible *	80%
Dividende hors Actifs de Diversification	1,9 €

* Source : DDR Eurosic 2016, p.22.

➤ Agrégats Gecina

Nous avons recherché les bases d'une année normative de 2015 à 2017, et avons finalement retenu, comme référence en année pleine, les agrégats Gecina de Revenus Nets et de cash-flow courant au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016, soit respectivement 499 M€ et 338 M€¹⁴⁵.

3.5.3.1. Synthèse sur la Branche Numéraire

L'évaluation analogique par les comparables boursiers extériorise sur la Branche Numéraire une prime sur ANR de l'ordre de 13,2% ; les multiples de cash-flows récurrents et de Revenus Nets conduisent à des primes confortant la prime sur ANR :

Synthèse comparables boursiers pour la Branche Numéraire								
	Multiples médians	Agrégats Eurosic (M€/€)	VE (M€)	Dette nette * (M€)	Equity (M€)	Actions diluées (milliers)	€/Action	Prime / (décote)
Prix d'Offre							51,0 €	
A titre principal								
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	0,93 x	3 138	n.a.	n.a.	2 923	64 871	45,1 €	13,2%
A titre indicatif								
Price / cash-flows récurrents	17,2 x	155	n.a.	n.a.	2 674	64 871	41,2 €	23,7%
Valeur d'entreprise / Revenus Nets	24,6 x	212	5 222	2 587	2 635	64 871	40,6 €	25,5%
Dividende ordinaire	5,3%	1,9 €	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36,2 €	40,8%

* La dette nette d'Eurosic au 30 juin 2017 a été estimée comme suit ; source : RFS Eurosic 2017, p. 30 :

Dettes bancaires et obligataires - part non courant	2 774
Dettes bancaires et obligataires - part courant	662
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(117)
Participations ne donnant pas le contrôle	305
Dette nette financière	3 625
Prix de la Cession de Titres	(463)
Dette associée aux Actifs de Diversification	(575)
Dette nette financière ajustée	2 587

¹⁴³ Source : DDR Eurosic 2016, p. 21.

¹⁴⁴ Contribution annuelle des Actifs de Diversification au cash-flow courant (20 M€ * 2) / Prix de la Cession de Titres (463 M€).

¹⁴⁵ Source : DDR Gecina 2016, p. 76 et p. 91 ; les agrégats 2016 s'inscrivent dans la fourchette suivante :

Agrégats Gecina				
M€	30-juin-17	2017e	2 016	2 015
Revenus locatifs nets	221	443	499	526
Résultat récurrent net - Part du groupe	153	305	347	349
Résultat récurrent net - EPRA	143	286	338	345

Les différences observées entre les résultats et les primes obtenus respectivement sur les approches de valorisation par le *Price / cash-flows* récurrents (41,2 € soit une prime de 23,7%) et le dividende ordinaire (36,2 € soit une prime de 40,8%) résultent d'un taux de distribution d'Eurosic de 80%¹⁴⁶, inférieur à celui des comparables boursiers, de l'ordre de 90%¹⁴⁷.

3.5.3.2. Synthèse sur la Branche Titres

Eurosic et Gecina disposant du même échantillon de sociétés comparables, la mise en œuvre de l'évaluation analogique par les comparables boursiers conduit à mettre en rapport directement les valeurs par action des deux sociétés ; au cas présent, ont été retenus :

- à titre principal, l'ANR par action ; et
- à titre indicatif, le *cash-flow* récurrent, les Revenus Nets et le dividende ordinaire, qui ont été retraités de l'impact des Actifs de Diversification, et qui font apparaître une décote imputable à plusieurs facteurs dont :
 - une *Loan to Value* d'Eurosic supérieure à celle de Gecina (§ 2.2.1.2 et § 2.2.2.2) ;
 - la moindre liquidité du titre Eurosic par rapport au titre Gecina (§ 3.2.1) ;
 - la nature des actifs respectifs (§ 2.2.1.2 et § 2.2.2.2).

Synthèse comparables boursiers pour la Branche Titres				
	Eurosic €/Action	Gecina €/action	Parité induite	Prime / (décote)
Rapport d'Échange			0,36x	
<u>A titre principal</u>				
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%
<u>A titre indicatif</u>				
Cash-flows récurrents par action *	2,4 €	5,5 €	0,44x	(17,5%)
Revenus Nets par action *	3,3 €	8,1 €	0,40x	(11,0%)
Dividende ordinaire	1,9 €	5,2 €	0,37x	(2,4%)
* Avec :				
Cash-flows récurrents	155	338		
Revenus Nets	212	499		
Nombre d'Actions dilué (30 juin 2017)	64 870 587	61 556 067	Avant Augmentation de Capital	

Nous postulons que l'Augmentation de Capital est sans incidence sur les agrégats par action de Gecina (*cash-flows* récurrents, Revenus Nets et dividende ordinaire), dès lors que l'Augmentation de Capital n'a vocation qu'à financer l'Opération.

¹⁴⁶ Source : DDR Eurosic 2016, p. 22 : « Dans ce contexte, Eurosic entend poursuivre sa politique de distribution, consistant à verser à ses actionnaires environ **80%** du *cash-flow* courant annuel, et proposera ainsi une distribution de 2,30 € par action au titre de l'exercice 2016 (sous réserve de l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires du 23 mai 2017) ».

¹⁴⁷ Rendement médian des comparables : 5,3% * multiple médian de *cash-flow* courant des comparables : 17,2x.

3.6. Appréciation de la valeur des OSRA

Les OSRA (hors coupon) ont été considérées dans l'Opération comme équivalentes à des Actions dans le cadre de :

- l'Acquisition des Blocs, puisque bénéficiant du même prix de 51 € (§ 1.1.1) ;
- de l'Offre, puisque bénéficiant du même Prix d'Offre de 51 € (OPA Actions *versus* OPA OSRA) et de la même Parité d'Échange initialement fixée à 7 actions Gecina pour 20 Actions ou OSRA Eurosic, puis ajustée de l'Augmentation de Capital à raison de 23 actions Gecina pour 64 Actions ou OSRA Eurosic (OPE Actions *versus* OPE OSRA) (§ 1.1.1).

En outre, dans la perspective de la procédure de retrait obligatoire visant les OSRA en vue du transfert à l'Initiateur des OSRA non apportées à l'Offre, l'indemnisation des titulaires d'OSRA 2015 et des titulaires d'OSRA 2016 sera réalisée au Prix d'Offre (§ 1.1.2.5 et § 1.1.2.6).

3.6.1. Sur le plan juridique

Les OSRA bénéficient en particulier du mécanisme d'ajustement du Ratio de Remboursement à **1 (un)** (§ 2.2.1.1.ii) :

- en cas de remboursement normal à la date d'échéance comme en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2015 au gré de la Société, étant rappelé que les OSRA 2015 ne peuvent pas être remboursées au gré de leurs détenteurs ;
- en cas de remboursement normal à la date d'échéance comme en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 au gré de la Société ou au gré des titulaires d'OSRA 2016.

La simulation des modalités de remboursement en numéraire des OSRA extériorise une valeur inférieure au Prix d'Offre (§ 2.2.1.1.ii) :

- en cas de remboursement normal à la date d'échéance comme en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2015 au gré de la Société, paiement d'un montant en numéraire égal à **106%**¹⁴⁸ de la valeur nominale de chaque OSRA 2015 (**35,75 €**) augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés (valeur de remboursement) au taux d'intérêt annuel de **3%** ;
- en cas de remboursement anticipé de tout ou partie des OSRA 2016 au gré de la Société, faculté du détenteur d'OSRA 2016 de demander le remboursement en numéraire à concurrence de la valeur nominale des OSRA 2016 (**36,65 €**) augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés (valeur de remboursement) au taux d'intérêt annuel de **5,5%** ;

¹⁴⁸ La prime de 6% peut être assimilée à une prime de non conversion.

- en cas de remboursement à la date d'échéance des OSRA 2016, faculté pour la Société de procéder au paiement d'un montant en numéraire égal à la valeur nominale de chaque OSRA 2016 (36,65 €) augmentée des éventuels intérêts différés et des intérêts courus ou exigibles et non encore versés (valeur de remboursement) au taux d'intérêt annuel de 5,5%.

3.6.2. Sur le plan économique

Le mécanisme d'ajustement¹⁴⁹ à **1 (un)** du Ratio de Remboursement corrobore implicitement l'équivalence de l'Action et de l'OSRA d'un point de vue économique (§ 3.6.1).

Les OSRA sont assimilées aux capitaux propres dans les comptes consolidés d'Eurosic (§ 2.2.1.1.ii).

Le rendement des OSRA apparaît inférieur ou quasi-équivalent (pour un rendement garanti) à celui des Actions (dont le rendement n'est en revanche pas garanti) :

- 3% du 29 juin 2015 au 28 juin 2018 (*versus* 4,5% du 29 juin 2018 au 29 juin 2021) pour les OSRA 2015 ;
- 5,5% en continu pour les OSRA 2016 ;
- 5,4% à 5,6% pour les Actions, sur la base du coupon 2016 : 2,3 € (§ 3.3.1) rapporté :
 - au cours spot de l'Action au 20 juin 2017¹⁵⁰ : 41 € (§ 3.2.1), ou
 - au CMPV 1 mois au 20 juin 2017 : 42,5 € (§ 3.2.1), ou
 - au cours moyen 1 mois¹⁵¹ au 20 juin 2017 : 42,7 € (§ 3.5.3).

3.6.3. Synthèse

Au vu des caractéristiques juridiques et économiques des OSRA, nous considérons que :

- la valeur d'une OSRA équivaut à la valeur d'une Action ;
- les conditions de l'Offre ne créent pas de rupture d'égalité :
 - entre les actionnaires et les titulaires d'OSRA, ni
 - entre les titulaires d'OSRA 2015 et les titulaires d'OSRA 2016.

¹⁴⁹ Ce mécanisme d'ajustement du Ratio de Remboursement a été rappelé à l'issue du dernier versement de dividende (§ 2.2.1.1.ii).

¹⁵⁰ Veille des Communiqués.

¹⁵¹ Non pondéré par les volumes.

3.7. Appréciation de l'incidence de la réduction des frais de structure d'Eurosic et des synergies additionnelles

La réduction des frais de structure d'Eurosic de 12 M€ consécutive au transfert des Actifs de Diversification d'Eurosic vers Batipart, tout comme les synergies additionnelles sur l'ensemble combiné comprises dans une fourchette de 5 M€ à 10 M€ (§ 1.1.5), relèvent de charges *corporate* d'Eurosic, que nous avons :

- analysées sur la base des informations recueillies auprès de la Direction d'Eurosic et de la Direction de Gecina ;
- rattachées, en ce qui concerne les frais de structure d'Eurosic, principalement à la gestion des Actifs de Diversification et à leur périmètre¹⁵² transféré à Batipart.

Dans la mesure où l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix d'Offre et la Parité d'Échange se fondent principalement sur l'ANR qui exclut les charges *corporate* (§ 3.3.2), la réduction des frais de structure d'Eurosic et les synergies additionnelles n'ont pas d'incidence sur notre analyse de l'Équité.

3.8. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par l'Opération

L'Évaluation Multicritère se résume comme suit, étant rappelé que :

- la valeur des OSRA est assimilée à celle des Actions ;
- l'Offre, qui fait suite à l'Acquisition des Blocs, comprend :
 - la Branche Numéraire pour un Prix d'Offre de 51,0 € par Action et par OSRA 2015 et par OSRA 2016, dividende et coupon attaché¹⁵³, les coupons d'intérêt des OSRA 2015 et des OSRA 2016 ayant été payés ou réputés payés à leurs titulaires respectivement le 29 juin 2017 et le 26 septembre 2017 (§ 1.1.2.4) ;
 - la Branche Titres à une Parité d'Échange de 23 actions Gecina pour 64 Actions ou OSRA, le Rapport d'Échange étant calculé à l'identique *i.e.* dividendes (actions Eurosic et Gecina) et coupons (OSRA) à recevoir au titre de l'exercice 2017 attachés.

¹⁵² Incluant notamment des cadres d'Eurosic (§ 2.2.1.1.iv).

¹⁵³ Soit pour :

- les Actions : dividende à recevoir au titre de l'exercice 2017 attaché ;
- les OSRA 2015 : coupon annuel à recevoir à compter du 30 juin 2017 attaché ;
- les OSRA 2016 : coupon annuel devant être payé le 26 septembre 2017 détaché et corrélativement coupon annuel à recevoir à compter du 27 septembre 2017 attaché.

- En ce qui concerne la Branche Numéraire :

Synthèse de l'Évaluation Multicritère pour la Branche Numéraire

	Section	Eurosic €/Action	Prime / (décote)
Prix d'Offre		51,0 €	
Cours au 20 juin 2017			
Spot	§ 3.2.1	41,0 €	24,5%
CMPV 20 séances	§ 3.2.1	42,6 €	19,6%
CMPV 1 mois	§ 3.2.1	42,5 €	20,1%
CMPV 3 mois	§ 3.2.1	38,6 €	32,1%
CMPV 6 mois	§ 3.2.1	36,8 €	38,6%
CMPV 12 mois	§ 3.2.1	36,9 €	38,4%
Plus haut 12 mois	§ 3.2.1	44,4 €	14,8%
Plus bas 12 mois	§ 3.2.1	31,7 €	60,9%
<u>A titre principal</u>			
Transactions de référence sur Eurosic			
Acquisition des Blocs	§ 3.8.2	51,0 €	-
ANR publié			
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.1.1	48,4 €	5,4%
Multiples transactionnels			
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.2	48,4 €	5,4%
Multiples boursiers			
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.3	45,1 €	13,2%
<u>A titre secondaire</u>			
Multiples boursiers			
Price / cash-flows récurrents	§ 3.5.3	41,2 €	23,7%
Valeur d'entreprise / Revenus Nets	§ 3.5.3	40,6 €	25,5%
Dividende ordinaire	§ 3.5.3	36,2 €	40,8%

- En ce qui concerne la Branche Titres :

Synthèse de l'Évaluation Multicritère pour la Branche Titres					
	Section	Eurosic €/Action	Gecina €/action	Parité induite	Prime / (décote)
Rapport d'Échange				0,36x	
Cours au 20 juin 2017					
Spot	§ 3.2.1	41,0 €	131,2 €	0,31x	15,1%
CMPV 20 séances	§ 3.2.1	42,6 €	131,6 €	0,32x	10,9%
CMPV 1 mois	§ 3.2.1	42,5 €	131,4 €	0,32x	11,2%
CMPV 3 mois	§ 3.2.1	38,6 €	125,5 €	0,31x	16,8%
CMPV 6 mois	§ 3.2.1	36,8 €	120,2 €	0,31x	17,4%
CMPV 12 mois	§ 3.2.1	36,9 €	120,8 €	0,31x	17,8%
Plus haut 12 mois	§ 3.2.1	44,4 €	133,5 €	0,33x	8,0%
Plus bas 12 mois	§ 3.2.1	31,7 €	106,5 €	0,30x	20,8%
Cours cible médian des analystes pour Gecina					
Cours cible médian des analystes pour Gecina versus CMPV 1 mois Eurosic au 20 juin 2017	§ 3.2.2	42,5 €	135,0 €	0,31x	14,2%
<u>A titre principal</u>					
Transactions de référence sur Eurosic					
Acquisition des Blocs	§ 3.8.2			0,36x	-
ANR publié					
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.1.2	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%
Multiples transactionnels					
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.2	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%
Multiples boursiers					
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.3	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%
<u>A titre secondaire</u>					
Multiples boursiers					
Cash-flows récurrents par action	§ 3.5.3	2,4 €	5,5 €	0,44x	(17,5%)
Revenus Nets par action	§ 3.5.3	3,3 €	8,1 €	0,40x	(11,0%)
Dividende ordinaire	§ 3.5.3	1,9 €	5,2 €	0,37x	(2,4%)

L'Évaluation Multicritère conduit aux constats suivants concernant les primes induites par l'Opération et l'appréciation de l'Équité :

3.8.1. Cession de Titres

Le Prix de la Cession de Titres reste supérieur à l'ANR des Sociétés de Diversification au 30 juin 2017 reflétant leur valeur réelle, en l'absence d'autre critère pertinent d'évaluation ; à titre indicatif :

- le Prix de Cession des Titres n'intègre pas, pour la participation indirecte via Eurosic Lagune d'Eurosic dans Nature Équipement 1 SCI, de décote de minorité (§ 2.2.1.3) ;

- à la lecture des accords conclus entre Gecina et Batipart, le coût de portage lié à un éventuel retard de la Cession de Titres par rapport à la date de réalisation telle que définie contractuellement, serait supporté par Batipart ;
- les différences de primes constatées au 30 juin 2017 entre Eurosic (2,5%) et les Actifs de Diversification (3,2%) trouvent à s'expliquer par la nature des patrimoines immobiliers respectifs (§ 3.4).

En conséquence, la Cession de Titres n'est pas contraire à l'intérêt social de la Société sur le plan strictement financier et ne crée pas de rupture d'égalité entre les actionnaires d'Eurosic.

En synthèse, nous estimons que les termes de la Cession de Titres sont équitables pour les actionnaires d'Eurosic.

3.8.2. Offre

Le Prix d'Offre correspond au prix de l'Acquisition des Blocs ; le Rapport d'Échange sous-tend les Engagements d'Apport.

Comme illustré ci-avant, le Prix d'Offre (Branche Numéraire) et la Parité d'Échange (Branche Titres) extériorisent des primes sur l'essentiel des critères d'évaluation, notamment ceux mobilisant l'ANR au 30 juin 2017 :

- l'Offre permet à l'actionnaire d'Eurosic de bénéficier de la liquidité sur l'Action et l'OSRA à un niveau de prime appréciable, par référence aux cours moyens pondérés par les volumes de l'Action sur les 12 mois précédant l'annonce de l'Opération (§ 3.2.1) ;
- l'Offre extériorise une prime de 5,4% (Branche Numéraire) et de 7,2% (Branche Titres) sur l'ANR au 30 juin 2017 (§ 3.5.1.2.ii) ; ce niveau de prime contraste avec les décotes d'ANR ressortant quasi systématiquement sur les sociétés composant le panel de comparables boursiers (§ 3.5.3) ;
- les transactions comparables non mono-actif réalisées en numéraire antérieurement à l'Opération sur des SIIC à prépondérance d'immobilier de bureaux corroborent la prime par rapport à l'ANR sur la Branche Numéraire ; les parités sur les transactions comparables rémunérées en titres confortent également la prime par rapport à l'ANR sur la Branche Titres (§ 3.5.2).
- les primes sur ANR au 30 juin 2017 sont homogènes entre :
 - les Actions et les OSRA, dès lors que les OSRA sont assimilées aux Actions (§ 3.6) ;
 - les OSRA 2015 et les OSRA 2016, dès lors que les primes sur l'ANR au 30 juin 2017 ont été déterminées en modélisant au 30 juin 2017 le paiement à leurs titulaires des coupons d'intérêt annuels, respectivement payés le 29 juin 2017 et payables le 26 septembre 2017 (§ 3.1.3) ;
- au stade du retrait obligatoire :
 - l'indemnisation des actionnaires prévue uniquement en numéraire est assortie de primes sur l'ensemble des critères d'évaluation ;
 - l'indemnisation des titulaires d'OSRA sera réalisée au Prix d'Offre (§ 1.1.2.5 et § 1.1.2.6).

Il ne nous a pas été signalé et nous n'avons pas recensé d'accords connexes à l'Offre autres que ceux relatifs à l'Acquisition des Blocs, aux Engagements d'Apport, à la Cession de Titres et au dispositif de liquidité des actions gratuites (§ 4.1 et § 4.2) ; comme explicité ci-après, ces accords connexes n'ont pas de conséquence sur notre appréciation de l'Équité (§ 4.3).

En synthèse, nous estimons que les termes de l'Offre sont équitables pour les actionnaires et les titulaires d'OSRA, dans la perspective d'un retrait obligatoire.

4. ANALYSE DES OPÉRATIONS ET ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Nous avons pris connaissance, et nous sommes entretenus avec la Direction d'Eurosic, la Direction de Gecina, et les représentants des Conseils, du contenu :

- du corpus juridique de l'Opération et avons analysé, pour l'appréciation de l'Équité englobant les diligences relatives à la Cession de Titres, dont nous avons rendu compte au Conseil d'Administration du 26 juillet 2017 (§ 1.2.1), les opérations et accords connexes à l'Offre, dont il nous a été confirmé l'exhaustivité¹⁵⁴ ;
- des projets de notes d'information de Gecina et en réponse d'Eurosic qui seront soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité de l'Offre ;
- des informations en projet relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Gecina et d'Eurosic qui seront déposées auprès de l'AMF.

Nous avons par ailleurs consulté et nous sommes entretenus avec la Direction d'Eurosic du contenu :

- des pactes d'associés relatifs aux Sociétés de Diversification, et
- des pactes d'associés conclus par Eurosic susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société¹⁵⁵.

4.1. Analyse comparée du corpus juridique de l'Opération, des projets de notes d'information et des Communiqués

Le corpus juridique de l'Opération décrit dans les projets de note d'information de Gecina et en réponse d'Eurosic comporte :

- le protocole d'accord (le « **Protocole** ») relatif au rapprochement entre Gecina et Eurosic conclu entre les deux sociétés le 20 juin 2017 ;
- les contrats d'achat de valeurs mobilières conclus entre Gecina et les Cédants le 20 juin 2017 (les « **Contrats d'Acquisition des Blocs** »), étant précisé que :
 - ces contrats feront l'objet d'actes réitératifs en date du 29 août 2017 qui nous ont été communiqués en projets ;
 - le contrat conclu entre Gecina et Batipart comporte en annexe les projets de contrats qui seront conclus le 29 août 2017 pour acter le rachat par Batipart

¹⁵⁴ Le projet de note d'information de l'Initiateur (chapitre 1.3 : « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue » stipule qu'à l'exception :

- du Protocole,
- des Contrats d'Acquisition des Blocs,
- des Engagements d'Apport,
- des Contrats de Cessions des Actifs de Diversification, et
- du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites,

l'Initiateur n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

¹⁵⁵ Le projet de note d'information en réponse de la Cible (chapitre 7.9 : « Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société ») recense ces pactes d'associés, ainsi que les contrats d'émissions obligataires et de financement de la Société et de ses filiales.

des participations détenues par Eurosic dans les Sociétés de Diversification (les « **Contrats de Cessions des Actifs de Diversification** ») ;

- les Engagements d'Apport à la Branche Titres conclus entre Gecina et les quatre Cédants qui y ont souscrit¹⁵⁶ le 20 juin 2017 ;
- les contrats de liquidité des Actions Gratuites qui seront conclus entre Gecina et les bénéficiaires de ce dispositif (les « **Bénéficiaires** »), et dont nous avons eu communication de la trame destinée à être dupliquée à l'ensemble des Bénéficiaires.

L'examen détaillé de ces documents, ainsi que des pactes d'associés conclus par Eurosic préexistants à l'Opération et susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société n'appelle pas d'observation de notre part en comparaison de l'information publiée via les Communiqués et les notes d'informations de l'Initiateur et en réponse de la Cible.

Les opérations et accords connexes à l'Offre se résument à :

- l'Acquisition des Blocs et aux Engagements d'Apport, qui ne présentent pas de distorsion par rapport au Prix d'Offre et à la Parité d'Échange (§ 3.8.2) ;
- la Cession de Titres, dont nous estimons que les termes sont équitables pour les actionnaires de la Société (§ 3.8.1) ; et
- le mécanisme de liquidité des Actions Gratuites (§ 4.2).

4.2. Analyse du mécanisme de liquidité des Actions Gratuites

Aux termes du Protocole, Gecina s'est engagé à proposer, pendant la période comprise entre la date d'ouverture et la date de clôture de la période d'Offre, à l'ensemble des Bénéficiaires, un mécanisme contractuel permettant le traitement des Actions Gratuites dont la période d'**acquisition** (Actions Gratuites Non Acquises) ou de **conservation** (Actions Gratuites Acquises) n'aura pas expiré à la date du retrait obligatoire ou à la date de clôture de l'Offre¹⁵⁷ (§ 2.2.1.1.iv) dans l'hypothèse où :

- Gecina mettrait en œuvre une procédure de retrait obligatoire, ou
- après l'Offre, Gecina détiendrait plus de 95% du capital de la Société.

Le mécanisme de liquidité repose sur le principe de la conclusion d'un contrat synallagmatique stipulant des promesses réciproques d'échange consenties par Gecina au profit des Bénéficiaires et par les Bénéficiaires au profit de Gecina, sur la base de la Parité d'Échange, ajustée des opérations susceptibles d'affecter les capitaux propres d'Eurosic ou de Gecina (§ 2.2.1.1.iv) :

- le nombre d'actions Gecina à remettre au Bénéficiaire en rémunération de chaque Actions Gratuite échangée sera déterminé en fonction d'une parité d'échange (la « **Parité d'Échange des Actions Gratuites** ») égale à un « **Ratio Initial** » pondéré par un « **Coefficient d'Ajustement** » où :

¹⁵⁶ Batipart, Crédit Agricole Assurances, Debiopharm et Latricogne.

¹⁵⁷ Offre le cas échéant ré-ouverte.

- le Ratio Initial désigne la Parité d'Échange de la Branche Titres ;
- le Coefficient d'Ajustement, **fixé initialement à 1 (un)**, désigne le facteur d'ajustement du Ratio Initial permettant le maintien des droits des Bénéficiaires dans l'hypothèse où Gecina¹⁵⁸ ou Eurosic¹⁵⁹ déciderait :
 - de procéder à l'émission, sous quelque forme que ce soit, de nouveaux titres de capital avec droit préférentiel de souscription réservé à ses actionnaires,
 - de distribuer des réserves, en espèces ou en nature, et des primes d'émission,
 - ou de modifier la répartition de ses bénéfices par la création d'actions de préférence ;
- l'échange des Actions Gratuites contre des actions Gecina est réputé intervenir¹⁶⁰ le premier jour de négociation suivant la fin de la période de conservation des Actions Gratuites entrant dans le périmètre du mécanisme de liquidité (la « **Date de Transfert** ») ;
- à la Date de Transfert, le Bénéficiaire obtiendra un nombre d'actions Gecina calculé en application de la Parité d'Échange des Actions Gratuites¹⁶¹ ;
- les Actions Gratuites seront détenues jusqu'à leur échange contre des actions Gecina au nom et pour compte du Bénéficiaire sur un compte séquestre ; Gecina s'engage en outre à remettre aux Bénéficiaires une notification d'échange écrite préalablement à la fin de la période de conservation des Actions Gratuites visées par le mécanisme de liquidité.

En définitive, nous comprenons que le mécanisme de liquidité des Actions Gratuites, qui vise à permettre à Gecina de disposer de la totalité des Actions Gratuites au plus tôt à compter de la fin de leur période de conservation respective, concerne plus spécifiquement¹⁶² les Actions Non Acquises, lesquelles ne peuvent en aucun cas être apportées à l'Offre, et est conçu :

- par transparence avec la Parité d'Échange de la Branche Titres (§ 2.2.1.1.iv), au travers des deux composantes de la Parité d'Échange des Actions Gratuites *i.e.* du Ratio Initial correspondant à la Parité d'Échange, d'une part, et du Coefficient d'Ajustement, fixé initialement à **1 (un)** et susceptible d'être modulé, de façon à garantir la préservation des droits des Bénéficiaires, en fonction de l'incidence des opérations de nature à affecter les capitaux propres d'Eurosic ou de Gecina, d'autre part ;
- dans le contexte de la procédure de retrait obligatoire ou de détention par Gecina après l'Offre de plus de 95% du capital de la Société.

¹⁵⁸ Le mécanisme de liquidité prévoit les cas d'« Ajustements du Coefficient d'Ajustement en cas d'opérations financières de Gecina intervenant entre la date du règlement-livraison de l'Offre et la Date de Transfert » et les formules d'ajustement y afférentes.

¹⁵⁹ Le mécanisme de liquidité prévoit les cas d'« Ajustements du Coefficient d'Ajustement en cas d'opérations financières de la Société » intervenant entre la fin de la période d'acquisition des Actions Gratuites et la Date de Transfert » et les formules d'ajustement y afférentes.

¹⁶⁰ Sauf cas particuliers de Date de Transfert envisagés dans le mécanisme de liquidité (invalidité ou décès du Bénéficiaire ; cas d'un vote du Bénéficiaire en assemblée générale non conforme aux recommandations du Conseil d'Administration sur les conventions réglementées) ;

¹⁶¹ Dans l'hypothèse où le nombre d'actions Gecina calculé par application de la Parité d'Échange des Actions Gratuites ne serait pas un nombre entier, Gecina versera au Bénéficiaire le nombre entier d'actions immédiatement supérieur.

¹⁶² Dans la mesure où les Actions Gratuites Acquises sont visées par l'Offre et peuvent sous certaines conditions être apportées à la Branche Titres de l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans le mécanisme de liquidité des Actions Gratuites de clauses contraires aux termes de l'Offre.

4.3. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas identifié dans les opérations et accords connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires et des titulaires d'OSRA dont les titres sont visés par l'Offre.

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par Deutsche Bank et Natixis, en leur qualité d'Établissements Présentateurs.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles les Établissements Présentateurs ont eu recours :

➤ Sur la Branche Numéraire

Synthèse de l'Évaluation Multicritère pour la Branche Numéraire				Etab. Présentateurs	
	Section	Eurosic €/Action	Prime / (décote)	€ / Action	Prime / (décote)
Prix d'Offre		51,0 €		51,0 €	
Cours au 20 juin 2017					
Spot	§ 3.2.1	41,0 €	24,5%	41,0 €	24,5%
CMPV 20 séances	§ 3.2.1	42,6 €	19,6%	nc	nc
CMPV 1 mois	§ 3.2.1	42,5 €	20,1%	42,5 €	20,1%
CMPV 2 mois	§ 3.2.1	nc	nc	40,8 €	25,0%
CMPV 3 mois	§ 3.2.1	38,6 €	32,1%	38,5 €	32,4%
CMPV 6 mois	§ 3.2.1	36,8 €	38,6%	36,8 €	38,7%
CMPV 9 mois	§ 3.2.1	nc	nc	36,5 €	39,6%
CMPV 12 mois	§ 3.2.1	36,9 €	38,4%	36,9 €	38,4%
Plus haut 12 mois	§ 3.2.1	44,4 €	14,8%	44,4 €	14,8%
Plus bas 12 mois	§ 3.2.1	31,7 €	60,9%	31,7 €	60,9%
A titre principal					
Transactions de référence sur Eurosic					
Acquisition des Blocs	§ 3.8.2	51,0 €	-	51,0 €	-
ANR publié					
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.1.1	48,4 €	5,4%	48,4 €	5,4%
Multiples transactionnels					
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.2	48,4 €	5,4%	49,5 €	3,1%
Multiples boursiers					
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.3	45,1 €	13,2%	43,9 €	16,1%
A titre secondaire					
Multiples boursiers					
Price / cash-flows récurrents	§ 3.5.3	41,2 €	23,7%	45,2 €	12,8%
Valeur d'entreprise / Revenus Nets	§ 3.5.3	40,6 €	25,5%	nc	nc
Dividende ordinaire	§ 3.5.3	36,2 €	40,8%	43,7 €	16,8%

➤ Sur la Branche Titres

Synthèse de l'Évaluation Multicritère pour la Branche Titres						Etab. Présentateurs	
	Section	Eurosic €/Action	Gecina €/action	Parité induite	Prime / (décote)	Parité induite	Prime / (décote)
Rapport d'Échange				0,36x			
Cours au 20 juin 2017							
Spot	§ 3.2.1	41,0 €	131,2 €	0,31x	15,1%	0,31x	15,1%
CMPV 20 séances	§ 3.2.1	42,6 €	131,6 €	0,32x	10,9%	nc	nc
CMPV 1 mois	§ 3.2.1	42,5 €	131,4 €	0,32x	11,2%	0,32x	11,2%
CMPV 2 mois	§ 3.2.1	nc	nc	nc	nc	0,32x	13,9%
CMPV 3 mois	§ 3.2.1	38,6 €	125,5 €	0,31x	16,8%	0,31x	16,9%
CMPV 6 mois	§ 3.2.1	36,8 €	120,2 €	0,31x	17,4%	0,31x	17,5%
CMPV 9 mois	§ 3.2.1	nc	nc	nc	nc	0,30x	18,4%
CMPV 12 mois	§ 3.2.1	36,9 €	120,8 €	0,31x	17,8%	0,31x	17,8%
Plus haut 12 mois	§ 3.2.1	44,4 €	133,5 €	0,33x	8,0%	0,33x	8,0%
Plus bas 12 mois	§ 3.2.1	31,7 €	106,5 €	0,30x	20,8%	0,30x	20,8%
Cours cible médian des analystes pour Gecina							
Cours cible médian des analystes pour Gecina versus CMPV 1 mois Eurosic au 20 juin 2017	§ 3.2.2	42,5 €	135,0 €	0,31x	14,2%	0,29x	22,4%
A titre principal							
Transactions de référence sur Eurosic							
Acquisition des Blocs	§ 3.8.2			0,36x	-	0,36x	-
ANR publié							
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.1.2	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%	0,33x	8,0%
Multiples transactionnels							
ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.2	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%	0,33x	8,0%
Multiples boursiers							
Price / ANR Triple Net EPRA Ajusté - 30 juin 2017	§ 3.5.3	48,4 €	144,4 €	0,34x	7,2%	0,33x	8,0%
A titre secondaire							
Multiples boursiers							
Cash-flows récurrents par action	§ 3.5.3	2,4 €	5,5 €	0,44x	(17,5%)	0,42x	(13,6%)
Revenus Nets par action	§ 3.5.3	3,3 €	8,1 €	0,40x	(11,0%)	nc	nc
Dividende ordinaire	§ 3.5.3	1,9 €	5,2 €	0,37x	(2,4%)	0,39x	(9,0%)

Les convergences ou divergences constatées entre les Établissements Présentateurs et Ledouble, sur les résultats issus des critères d'évaluation présentés ci-dessus, peuvent être explicitées comme suit.

5.1. Objectifs de cours

Dans le cadre de la Branche Titres, les Établissements Présentateurs se réfèrent pour Gecina à un consensus postérieur à l'annonce de l'Opération rapporté au cours *spot* de l'Action au 20 juin 2017¹⁶³, alors que nous privilégions un consensus antérieur à la date de l'annonce de l'Opération *i.e.* excluant l'impact du rapprochement entre Eurosic et Gecina, que nous avons comparé au CMPV de l'Action sur 1 mois au 20 juin 2017 (§ 3.2.1).

¹⁶³ Veille des Communiqués.

5.2. ANR Triple Net EPRA Ajusté

Les Établissements Présentateurs privilégient comme Ledouble, en tant que principal critère d'évaluation, l'ANR Triple Net EPRA, qui intègre la juste valeur tant des actifs valorisés à dire d'expert immobilier que de l'endettement.

Concernant le facteur d'ajustement pris en compte dans l'ANR Triple Net EPRA Ajusté de Gecina au titre de l'Augmentation de Capital :

- les Établissements Présentateurs ont retenu celui de la Parité d'Échange lié à l'Augmentation de Capital¹⁶⁴ ;
- nous l'avons appréhendé en ajoutant le montant brut levé lors de l'Augmentation de Capital à l'ANR de Gecina, ainsi que le nombre d'actions nouvelles émises lors de l'Augmentation de Capital au nombre d'actions dilué hors auto-contrôle de Gecina au 30 juin 2017.

5.3. Comparables boursiers

5.3.1. Composition des échantillons respectifs

Notre panel se recoupe avec celui des Établissements Présentateurs sur les sociétés suivantes : Foncière des Régions, Icade, Société Foncière Lyonnaise, Terreis, Société de la Tour Eiffel et CeGeREAL ; ce panel constitue l'intégralité de la sélection des comparables boursiers des Établissements Présentateurs.

Nous avons également inclus dans notre échantillon de comparables boursiers Immobilière Dassault, dont les caractéristiques du segment de bureaux et le critère géographique francilien correspondent à Eurosic et Gecina.

5.3.2. Choix des multiples respectifs

Les multiples de valeurs d'entreprise rapportées aux Revenus Nets que nous mentionnons à titre secondaire n'ont pas été retenus par les Établissements Présentateurs.

5.3.2.1. Cash-flows récurrents

Les *cash-flows* récurrents que nous avons utilisés dans la détermination du multiple de *Price / cash-flows* récurrents (12 mois) pour chaque société comparable et de l'agrégat d'Eurosic retraité de la contribution des Sociétés de Diversification, se fondent :

- pour les comparables, sur les données publiées au **30 juin 2017**¹⁶⁵ (ou à défaut au 31 décembre 2016¹⁶⁶), et
- pour les Sociétés de Diversification, sur les données issues des comptes au 30 juin 2017,

que nous avons doublées pour raisonner sur une période de 12 mois (§ 3.5.3 et **Annexe 7**).

¹⁶⁴ Soit 0,97391 (§ 1.1.1).

¹⁶⁵ Avec la pleine contribution de Foncière de Paris, qui n'a été intégrée globalement dans les comptes consolidés d'Eurosic qu'à la fin de l'exercice 2016.

¹⁶⁶ Les données se rapportant à l'exercice 2016 s'entendent par définition sur une année pleine.

Les Établissements Présentateurs ont quant à eux utilisé un résultat net récurrent EPRA 2016 (RNR EPRA 2016) par action pour chaque société comparable, et ont retraité l'agrégat d'Eurosic de la contribution des Sociétés de Diversification¹⁶⁷ sur la base du bilan pro-forma au 31 décembre 2016 figurant dans le [Communiqué](#) de Gecina¹⁶⁸.

Pour Gecina, nous avons retenu comme l'ont également fait les Établissements Présentateurs, des agrégats se rapportant à l'exercice 2016 (§ 3.5.3)

5.3.2.2. Dividende ordinaire par Action

Les différences sur la Branche Numéraire et sur la Branche Titres entre les résultats des Établissements Présentateurs et ceux que nous obtenons concernant le dividende ordinaire par Action sont liées aux approches respectives des Établissements Présentateurs et de Ledouble pour la détermination de la contribution des Sociétés de Diversification évoquée *supra* et du choix d'un multiple médian pour Ledouble *versus* un multiple moyen pour les Établissements Présentateurs.

Les taux de rendement sous-jacents sont calculés par les Établissements Présentateurs en fonction d'un cours *spot*¹⁶⁹, tandis que nous nous référons à un cours moyen 1 mois¹⁷⁰ des actions des comparables.

5.4. Comparables transactionnels

Notre sélection de transactions comparables, par rapport à celle des Établissements Présentateurs, se concentre exclusivement sur les opérations les plus récentes, intervenues entre 2014 et 2017.

¹⁶⁷ Les Établissements Présentateurs ont valorisé l'Action à 45,6 € à partir d'un ANR EPRA par actions de 2,5 € retraité de la contribution des Actifs de Diversification (environ 35 M€ d'excédent brut d'exploitation en 2016) et en tenant compte d'un niveau de frais financiers dû à la déconsolidation d'environ 695 M€ de dettes (dettes financières non courantes : 687 M€ et dettes financières courantes : 8 M€), incluant le prix de la Cession de Titres de 463 M€, à un coût d'endettement de 2%, rapporté au nombre d'Actions dilué à fin 2016 (64.793.183).

¹⁶⁸ Communiqué de Gecina, 21 juin 2017, p. 10.

¹⁶⁹ Au 24 août 2017.

¹⁷⁰ Au 20 juin 2017.

6. CONCLUSION

À l'issue de l'Évaluation Multicritère, nous sommes en mesure de conclure sur le caractère équitable :

- des termes de la Cession de Titres (463 M€ de Prix de Cession des Sociétés de Diversification) et sur l'absence de rupture d'égalité de traitement des actionnaires d'Eurosic du fait de la Cession de Titres ;
- des termes de l'Offre, soit 51 € pour la Branche Numéraire (OPA Actions et OPA OSRA) et 23 actions Gecina pour 64 Actions ou OSRA pour la Branche Titres (OPE Actions et OPE OSRA) dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Les termes de l'Offre :

- sont cohérents avec les conditions de l'Acquisition des Blocs et des Engagements d'Apport ;
- ne créent pas de rupture d'égalité entre :
 - les actionnaires ;
 - les actionnaires et les titulaires d' OSRA ;
 - les titulaires d' OSRA 2015 et les titulaires d' OSRA 2016.

Nous n'avons pas identifié dans les opérations et accords connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires et des titulaires d'OSRA dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 28 août 2017

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

ANNEXES

➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 1
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 2
➤ Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble	Annexe 3
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 5
➤ Liste des expertises financières récentes réalisées par Ledouble	Annexe 6
➤ Comparables boursiers	Annexe 7

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Revue de presse
 - Analyse des Communiqués
 - Recherches documentaires
 - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
 - Étude de l'évolution historique de la cotation des Actions et OSRA Eurosic et des actions Gecina
 - Étude de l'évolution du marché de l'immobilier de bureaux en Ile-de-France au cours du premier semestre 2017
 - Examen des notes d'analystes en charge du suivi de l'action Gecina
 - Analyse des caractéristiques des OSRA
 - Analyse des opérations et accords connexes à l'Offre
- Travaux de valorisation
 - Revue des expertises immobilières au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
 - Analyse des comptes consolidés d'Eurosic et de Gecina au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
 - Requêtes documentaires
 - Exploitation des réponses d'Eurosic et de Gecina à nos requêtes documentaires et du contenu des *data room* ouvertes par Eurosic
 - Constitution d'un panel de sociétés comparables
 - Recherche de transactions comparables
 - Évaluation des participations d'Eurosic dans les Sociétés de Diversification
 - Évaluation multicritère des Actions et OSRA Eurosic et des actions Gecina
- Restitution des travaux et administration
 - Réunions et entretiens téléphoniques
 - Rédaction de la lettre de mission
 - Proposition de lettres d'affirmation pour la Direction d'Eurosic et la Direction de Gecina
 - Rédaction du rapport contractuel présenté au Conseil d'Administration le 26 juillet 2017
 - Rédaction du Rapport d'expertise indépendante présenté au Conseil d'Administration le 29 août 2017
 - Supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit entre 250.000 € et 300.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- 10 mai
 - Réunion avec la Direction d'Eurosic et la Direction de Gecina ainsi qu'un de ses Conseils financiers
- 19 juin
 - Entretien avec la Direction d'Eurosic
- 20 juin
 - Entretien avec la Direction d'Eurosic et la Direction de Gecina ainsi qu'un de ses Conseils financiers
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
- 27 juin
 - Requête documentaire
- 5 juillet
 - Entretien avec la Direction d'Eurosic et la Direction de Gecina ainsi que leurs Conseils juridiques et financiers
- 11 juillet
 - Réunion d'étape avec la Direction d'Eurosic
- 12 juillet
 - Réunion d'étape avec la Direction de Gecina et ses Conseils financiers
- 21 juillet
 - Entretien avec la Direction d'Eurosic et son Conseil juridique
- 25 juillet
 - Consultation auprès du service juridique d'Eurosic des pactes d'associés relatifs aux Sociétés de Diversification et des pactes d'associés susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société
 - Point d'étape avec la Direction d'Eurosic
- 26 juillet
 - Présentation au Conseil d'Administration du rapport contractuel d'expertise indépendante
- 27 juillet
 - Entretien avec un expert immobilier de Gecina (CBRE)
- 31 juillet
 - Lettre de mission
- 2 août
 - Entretien avec un expert immobilier d'Eurosic (Cushman & Wakefield)
- 11 août
 - Réception du rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
- 14 août, 21 août, 25 août, 28 août
 - Réception du projet de note d'information de Gecina
 - Réception du projet de note d'information en réponse d'Eurosic
 - Réception du projet de contrat de liquidité des Actions Gratuites
- 23 août
 - Projets de Rapport et de lettres d'affirmation
- 28 août
 - Finalisation du Rapport
- 29 août
 - Acquisition des Blocs et Cession de Titres
 - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

> Société

Eurosic

▪ Yan Perchet	Directeur Général
▪ Nicolas Ruggieri	Directeur Général Délégué
▪ Nicolas Darius	Directeur Financier
▪ Antoine Onfray	Directeur Financier adjoint
▪ Sandrine Petitjean-Simoes	Responsable juridique

> Initiateur

Gecina

▪ Nicolas Dutreuil	Directeur Financier
▪ Jérôme Engelbrecht	Directeur Financement, Trésorerie et <i>Business Plan</i>

> Établissements présentateurs

Deutsche Bank

▪ Cyril Niboyet	<i>Managing Director</i>
▪ Thomas Gudefin	<i>Associate</i>
▪ Harikrishnan Harikumar-Sheela	<i>M&A Analyst</i>
▪ Guillaume Rieu	<i>M&A Analyst</i>

Natixis

▪ Françoise Negroni	<i>Managing Director</i>
▪ Gilles Morel	<i>Director</i>

> Conseils

Darros Villey Maillot Brochier

▪ Marcus Billam	Associé
▪ Hugo Diener	Associé
▪ Jean-Baptiste de Martigny	Associé
▪ Cécile de Narp	Avocate
▪ Alexandre Durand	Avocat

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton

▪ Pierre-Yves Chabert	<i>Partner</i>
▪ Eole Rapone	<i>Associate</i>
▪ Laure Kieffer	<i>Associate</i>

Morgan Stanley

▪ Ludovic Jacquot	<i>Managing Director</i>
▪ Anne Laure Wu-Tiu-Yen	<i>Vice President</i>

> Experts immobiliers

CBRE

▪ Vincent Séguy	Directeur <i>Valuation</i>
-----------------	----------------------------

Cushman & Wakefield

▪ Philippe Dorion	Directeur Expertises
-------------------	----------------------

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

Préparation et annonce de l'Opération

- Communiqués d'[Eurosic](#) et de [Gecina](#) du 21 juin 2017 annonçant l'Opération
- Supports de présentation de l'Opération aux conseils d'administration d'Eurosic et de Gecina et à l'AMF
- Support de présentation de l'Opération par Gecina aux investisseurs
- Procès-verbal du conseil d'administration d'Eurosic du 20 juin 2017¹⁷¹
- Procès-verbal du conseil d'administration de Gecina du 20 juin 2017¹⁷²
- Compte rendu de la réunion du Comité d'audit et des risques de Gecina du 20 juin 2017

Corpus juridique de l'Opération

- Protocole d'accord relatif au rapprochement entre Eurosic et Gecina du 20 juin 2017
- Contrats d'achat de valeurs mobilières conclus entre Gecina et les Cédants le 20 juin 2017 et projets d'actes réitératifs à ratifier à la date de l'Acquisition des Blocs
- Projets de contrats à conclure à la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs et sous réserve du transfert de propriété, pour acter le rachat par Batipart des participations détenues par Eurosic dans les Sociétés de Diversification
- Engagements d'Apport conclus entre Gecina et les Cédants le 20 juin 2017
- Trame des contrats de liquidité des actions gratuites à conclure entre Gecina et les bénéficiaires de ce dispositif
- Projet de procès-verbal du Conseil d'Administration du 29 août 2017

Dépôt du projet d'Offre

- Projets de notes d'information de Gecina et en réponse d'Eurosic
- Informations en projet relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Gecina et d'Eurosic qui seront déposées auprès de l'AMF

Levée de conditions suspensives

- Extrait¹⁷³ du procès-verbal du Conseil d'Administration du 26 juillet 2017
- Communiqué d'[Eurosic](#) en date du 27 juillet 2017 relatif aux résultats semestriels 2017 et aux décisions du Conseil d'Administration du 26 juillet 2017
- Communiqué de [Gecina](#) en date du 7 août 2017 relatif à l'obtention de l'Autorité de la concurrence et aux décisions du Conseil d'Administration du 26 juillet 2017

¹⁷¹ Désignation de l'expert indépendant.

¹⁷² Approbation de l'Opération.

¹⁷³ Levée des conditions de présence des cadres Eurosic transférés à Batipart et des conditions de performance concernant les salariés bénéficiaires d'Actions Gratuites au-delà de 1.500 par Bénéficiaire et les mandataires sociaux pour l'ensemble des Actions Gratuites attribuées ; présentation du rapport de l'expert indépendant, établi dans le cadre des dispositions contractuelles relatives à l'Opération, au Conseil d'Administration.

Financement de l'Opération

- Programmes d'émissions obligataires de Gecina en trois tranches de 500 M€ à échéances respectives du [30 juin 2022](#), du [30 juin 2027](#) et du [30 juin 2032](#)
- Note d'opération relative à l'Augmentation de Capital (visa AMF n°[17-359](#) du 17 juillet 2017)
- Communiqué de [Gecina](#) du 9 août 2017 relatif au succès de l'Augmentation de Capital

Informations financières

- Modalités de détermination du Prix de la Cession de Titres
- Détail par nature des charges de structure transférées par Eurosic à Batipart du fait de la Cession de Titres
- Récapitulatif des synergies additionnelles attendues de l'Opération pour l'entité combinée
- Caractéristiques des actifs entrant dans la stratégie de rotation du portefeuille immobilier de Gecina
- Projets de rapports de valorisation de Deutsche Bank et des Établissements Présentateurs

> Documentation juridique

Eurosic

- Organigramme du Groupe au 31 décembre 2016
- Statuts (23 mai 2017)
- État de l'actionnariat et des droits de vote (30 juin 2017)
- État de l'actionnariat des Sociétés de Diversification (21 juin 2017)
- État des privilèges et des nantissements (27 juin 2017)
- Recensement des principaux litiges (31 décembre 2016)
- Procès-verbaux des Assemblées générales (2013 à 2017)
- Rapports de gestion (2015 et 2016)
- Prospectus d'émission des OSRA 2015 (Note d'Opération) (visa AMF n°[15-250](#) du 2 juin 2015)
- Prospectus d'émission des OSRA 2016 (Note d'information émise par Eurosic en tant qu'initiateur de l'offre sur les titres de Foncière de Paris) (visa AMF n°[16-150](#) du 26 avril 2016)
- Augmentations de capital d'EIS intervenues au cours du premier semestre 2017
- Pactes d'associés relatifs aux Sociétés de Diversification
 - **Eurosic Lagune** : Pacte d'Associés relatif à la société Eurosic Lagune entre Eurosic et OPCI ACM Lagune et Oricore en présence de ACM Vie et Covéa et Eurosic Lagune (13 janvier 2016)
 - **EIS** : *Shareholder's Agreement by and between Eurosic SIIC SA and Allianz Invest Pierre and Euler Hermes Reinsurance AG in relation to Eurosic Investment Spain SOCIMI, S.A.* (13 décembre 2016)
 - **Nature Équipements 1 SCI** : Pacte d'Associés relatif à la SCI Nature Équipements 1 entre Eurosic et Caisse des Dépôts et Consignations et CNP Assurances et DLE (23 mai 2014)
 - **Nature Hébergements 1 SNC** : Pacte d'Associés relatif à la SNC Nature Hébergements 1 entre Eurosic et Val d'Europe Promotion SAS, Euro Disney Associés, PV-CP Immobilier Holding SAS et Pierre & Vacances (23 mai 2014)

- Pactes d'associés susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société
 - Accord de partenariat et pacte d'associés entre Eurosic et Holding Euro Lafayette et ACM Vie (16 novembre 2012)
 - Pacte d'actionnaires Euler entre Euler Hermes France, Financière Callisto, Financière Aldebaran, Euler Hermes Recouvrement France, et Eurosic, Predica, Assurances du Crédit Mutuel Vie, en présence de Euler Hermes Real Estate (4 décembre 2012)
 - Pacte d'associés relatif à la SCI Breizh Champs Blancs entre Eurosic et Caisse des Dépôts et Consignations, portant sur l'acquisition de l'immeuble de Rennes (30 mai 2013)
 - Pacte d'associés entre Eurosic et ACM Vie SAM, portant sur l'acquisition de l'immeuble Cotentin (13 décembre 2013)
 - Pacte d'associés relatif à la société Eurosic Lagune entre Eurosic et OPCI ACM Lagune et Oricore en présence de ACM Vie et Covéa et Eurosic Lagune (13 janvier 2016)
 - Pacte d'associés entre Eurosic et ACM Vie SA relatif à la société SCI Eurosic Tombe Issoire (12 juillet 2016)
 - Pacte d'associés entre Hines Prelude et SAS Eurosic N2 Batignolles en présence de SNC N2 Promotion (19 juillet 2016)

Gecina

- Organigramme du Groupe au 31 décembre 2016
- Extrait Kbis (26 juin 2017)
- Statuts (23 février 2017)
- État de l'actionnariat et des droits de vote (30 juin 2017)
- État des privilèges et des nantissements (3 juillet 2017)
- Recensement des principaux litiges (31 décembre 2016)
- Procès-verbaux des Assemblées générales (2013 à 2017)
- Rapports de gestion (2015 et 2016)

➤ Documentation comptable et financière

Informations historiques

Eurosic

- Documents de référence (2014, 2015, [2016](#))
- Documentation relative aux comptes consolidés annuels (2016)
- Rapports financiers semestriels (2015, 2016, [2017](#))
- Documentation relative aux comptes consolidés semestriels (2017)
- États financiers des Sociétés de Diversification annuels (2016) et semestriels (2017)
- Taux de rendement des Actifs de Diversification (30 juin 2017)
- Présentation au Comité d'audit des faits marquants et chiffres clés (30 juin 2017)
- Rapports d'Activité (2015 et 2016)
- Communiqués d'Eurosic en date du 26 juin 2017 relatifs à l'ajustement du Ratio de Remboursement des [OSRA 2015](#) et des [OSRA 2016](#)

Gecina

- Documents de référence (2014, 2015, [2016](#))
- Rapports financiers semestriels (2015, 2016, [2017](#))
- Présentation des résultats semestriels ([2017](#))

Autres informations

- Détail des portefeuilles immobiliers d'Eurosic et de Gecina au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
- Expertises immobilières d'Eurosic et de Gecina au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
- Notes d'information relatives aux transactions comparables¹⁷⁴

➤ Bases de données

- *Bloomberg*
- *Thomson One*
- *Mergermarket*
- *Capital IQ*

➤ Références bibliographiques

Sites d'information

- Site d'Eurosic. [\[En ligne\]](#)
- Site de Gecina. [\[En ligne\]](#)
- Site de Foncière des Régions. [\[En ligne\]](#)
- Site d'Icade. [\[En ligne\]](#)
- Site de Société Foncière Lyonnaise. [\[En ligne\]](#)
- Site de Terreis. [\[En ligne\]](#)
- Site de Société de la Tour Eiffel. [\[En ligne\]](#)
- Site de CeGeREAL. [\[En ligne\]](#)
- Site d'Immobilière Dassault. [\[En ligne\]](#)
- Site d'Euronext. [\[En ligne\]](#)
- Site de l'EPRA. [\[En ligne\]](#)
- Site de l'AMF. [\[En ligne\]](#)
- Site de Legifrance. [\[En ligne\]](#)
- Site de l'INSEE. [\[En ligne\]](#)

Études

- Notes sectorielles
 - Immostat : Données de marché, 27 juillet 2017. [\[En ligne\]](#)
 - CBRE Marketview : France, Ile-de-France, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - CBRE Marketview : France Investissement, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - Cushman & Wakefield Marketbeat : Ile-de-France, Bureaux, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - Cushman & Wakefield Marketbeat : Ile-de-France, Paris Bureaux, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - Cushman & Wakefield Marketbeat : Ile-de-France, Paris QCA Bureaux, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - Cushman & Wakefield Marketbeat : Ile-de-France, Croissant Ouest Bureaux, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)
 - Cushman & Wakefield Marketbeat : Ile-de-France, La Défense Bureaux, 2^{ème} trimestre 2017. [\[En ligne\]](#)

¹⁷⁴ Accessibles sur le site d'information de l'AMF.

- Notes d'analystes et objectifs de cours de Gecina
 - Alpha Value
 - Banque Degroof Petercam
 - Exane BNP Paribas
 - Goldman Sachs
 - HSBC
 - Invest Securities
 - Jefferies
 - JP Morgan
 - Kempen & Co
 - Kepler Chevreux
 - Merrill Lynch
 - Morgan Stanley
 - Natixis,
 - Société Générale
 - Tradition Securities & Futures
 - UBS

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2013 à 2017) figurent en **Annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

➤ Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

➤ Sébastien SANCHO, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

➤ Hervé GOUTHIER, Directeur associé

- Diplôme d'études supérieures comptables et financières
- Intervient régulièrement dans des missions de commissariat aux comptes, de commissariat aux apports et à la fusion et d'expertise indépendante

➤ **Jonathan NILLY, Responsable de mission**

- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d’expertise indépendante, d’évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

➤ **Apolline BRILLAND, Analyste**

- ESDES Business School of UCLy, Lyon – *Master* en Finance & Marchés
- *Certified European Financial Analyst* – Diplôme délivré par la SFAF
- Intervient régulièrement dans des missions d’évaluation

➤ **Rémi HEBBRECHT, Analyste**

- Audencia – Spécialisation Stratégie financière / Fusion acquisition
- Intervient régulièrement dans des missions d’évaluation

-=-

➤ **Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante**

Dominique Ledouble n’a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la Mission ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l’article 2 de l’instruction AMF 2006-08 et aux procédures en vigueur au sein du cabinet.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président d’honneur de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d’honneur de l’APEI

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉCENTES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE

Année	Société	Etablissement présentateur
2017	Etam Développement	Rothschild et Natixis
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 du règlement général de l'AMF.

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

*** : Introduction en bourse.

ANNEXE 7 : COMPARABLES BOURSIERS

> ANR publié

ANR publié						
Société	Date ANR	ANR publié	ANR (M€)	Coupon OSRA	Solde dividendes 2016	ANR (M€)
Eurosic	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	3 154	(17)		3 138
Gecina	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	9 353		(159)	9 194
Foncière des Régions	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	5 975			5 975
Icade	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	5 809			5 809
Société Foncière Lyonnaise	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	3 421			3 421
Terreis	30-juin-17	ANR de liquidation EPRA	1 276			1 276
Société de la Tour Eiffel	30-juin-17	ANR Triple Net EPRA	703			703
CeGeREAL	31-déc.-16	ANR Triple Net EPRA	545			545
Immobilière Dassault	31-déc.-16	ANR hors droits	325			325

> Cash-flows récurrents

Cash-flows récurrents				
Société	Date	Nature	S1 2017 (M€)	Retenu Base 12m (M€)
Eurosic	30-juin-17	Cash-flow courant (hors OSRA)	85	171
Gecina	31-déc.-16	Résultat net récurrent EPRA	na	338
Foncière des Régions	30-juin-17	Résultat net récurrent	198	397
Icade	30-juin-17	Cash-flow courant publié	157	314
Société Foncière Lyonnaise	30-juin-17	Résultat net récurrent EPRA	50	99
Terreis	30-juin-17	Résultat net récurrent EPRA	14	28
Société de la Tour Eiffel	30-juin-17	Cash-flow courant publié	25	50
CeGeREAL	31-déc.-16	Cash-flow courant publié	n.a.	35
Immobilière Dassault	31-déc.-16	Cash-flow courant publié*	n.a.	12

* Cash-flow courant avant variation du besoin en fonds de roulement.

ANNEXE 7 : COMPARABLES BOURSIERS (SUITE)

➤ Revenus Nets

Revenus Nets					
Société	Date	Activité de foncière	Autres activités	Total	Base 12m
Eurosic	30-juin-17	121	10	131	262
Gecina	31-déc.-16	499	-	499	499
Foncière des Régions	30-juin-17	419	4	423	845
Icade	30-juin-17	263	27	290	580
Société Foncière Lyonnaise	30-juin-17	92	-	92	184
Terreis	30-juin-17	31	-	31	63
Société de la Tour Eiffel	30-juin-17	31	-	31	61
CeGeREAL	31-déc.-16	44	-	44	44
Immobilière Dassault	31-déc.-16	16	-	16	16

➤ Rendement¹⁷⁵

Rendement			
Société	Dividende ordinaire	Cours moyen 1 mois 20-juin 2017	Rendement
Eurosic	2,3 €	42,7 €	5,4%
Gecina	5,2 €	131,2 €	4,0%
Foncière des Régions	4,4 €	83,2 €	5,3%
Icade	4,0 €	73,2 €	5,5%
Société Foncière Lyonnaise	2,1 €	54,8 €	3,8%
Terreis	0,8 €	39,5 €	2,0%
Société de la Tour Eiffel	3,0 €	56,0 €	5,4%
CeGeREAL	2,1 €	37,1 €	5,7%
Immobilière Dassault	1,2 €	45,2 €	2,7%

¹⁷⁵ Rendement déterminé sur la base des cours moyens 1 mois au 20 juin 2017, non pondérés par les volumes.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.eurosic.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès d'Eurosic – 1, rue Euler – 75 008 Paris.

10. PERSONNES ASSUMANT LA REponsABILITE DU PROJET DE NOTE EN REponse

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

Méka Brunel

Présidente-Directrice Générale d'Eurosic