

*Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.*

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

VISANT LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES EN ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIÉE PAR
REOF HOLDING S.À R.L

PRESENTEE PAR



**PROJET DE NOTE ETABLI PAR OFFICIIS PROPERTIES EN REPONSE
AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT VISANT LES ACTIONS
ET LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES EN ACTIONS DE LA SOCIETE OFFICIIS PROPERTIES
(L'« OFFRE »)**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 6 juin 2019. Il a été établi par la société Officiis Properties (« **OFP** » ou la « **Société** ») conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.**

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1, I 1° et 5°, et II, et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet DK Expertises et Conseil, 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'OFP (<https://officiis-properties.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Officiis Properties
52 B, rue de la Bienfaisance
75008 Paris, France

*Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.*

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'OFP, seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué financier sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1.	Rappel des conditions de l'Offre.....	1
2.	Contexte de l'Offre.....	2
2.1	Opérations précédentes.....	2
2.2	Composition du conseil d'administration.....	4
3.	Avis motivé du conseil d'administration d'OFP.....	4
4.	Intention des membres du conseil d'administration d'OFP.....	8
5.	Intention de la Société relative aux Actions Auto-Détenues.....	8
6.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	8
7.	Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.....	8
7.1	Structure et répartition du capital.....	8
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.....	10
7.3	Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote d'OFP.....	11
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	11
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.....	11
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.....	11
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts d'OFP.....	12
7.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'Actions.....	12
7.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	12
7.10	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du conseil d'administration d'OFP et ses principaux salariés, en cas de démission et licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	12
8.	Rapport de l'expert indépendant.....	12
9.	Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société.....	12
10.	Personnes qui assument la responsabilité de la note en réponse.....	13

Annexe 1

1.	Rapport de l'Expert Indépendant.....	14
----	--------------------------------------	----

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L. 433-4 I 3° du code monétaire et financier et du Titre III du Livre II du règlement général de l'AMF, en particulier les articles 233-1 et suivants et l'article 236-6 de ce règlement général, REOF Holding S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est sis 2 rue d'Alsace, L-1017 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 197.569 (« **REOF Holding** » ou l'« **Initiateur** ») s'engage irrévocablement à offrir aux actionnaires, ainsi qu'aux porteurs d'obligations convertibles en actions, de la société Officiis Properties, société anonyme de droit français au capital de 30.621.698,80 € divisé en 19.884.220 actions de 1,54 € de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis 52 B rue de la Bienfaisance, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 448 364 232 (« **OFP** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris (ISIN FR0010298901 ; mnémonique OFP) (les « **Actions** »), d'acquérir en numéraire, dans les conditions décrites ci-après, la totalité de leurs Actions OFP au prix unitaire de 1,20 € (le « **Prix par Action** »), ainsi que la totalité de leurs obligations convertibles en Actions émises par la Société le 31 juillet 2015 (les « **OCA** ») au prix unitaire de 2,05 € (le « **Prix par OCA** ») (l'« **Offre** »). Le Prix par Action et le Prix par OCA sont désignés ensemble comme les « **Prix de l'Offre** ».

L'Initiateur est l'actionnaire de contrôle de la Société. L'Initiateur est lui-même une filiale détenue à 100% par la société Real Estate Opportunities Fund I S.C.S., société en commandite simple de droit luxembourgeois dont le siège social est situé 2 rue d'Alsace, L-1017 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 197.066 (« **REOF I** »). L'associé gérant commandité de REOF I est la société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois REOF Management S.à r.l., elle-même détenue conjointement par (i) la société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois TwentyTwo Group Holding S.à r.l., contrôlée par Monsieur Daniel Rigny, et (ii) la société anonyme de droit luxembourgeois Massena Luxembourg S.A., contrôlée par Monsieur Franck Noël Vandenberghe. Massena Partners S.A., filiale indirecte de Massena Luxembourg S.A., agit en qualité d'*investment manager* de la société REOF I.

L'Offre réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1 1°, serait, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »), en application des dispositions des articles L. 433-4 II et III du code monétaire et financier et de celles du règlement général de l'AMF applicables à la clôture de l'Offre.

Le Retrait Obligatoire porterait :

- Le cas échéant, sur les Actions non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 1,20 € égale au Prix par Action, nette de tous frais ; et
- Le cas échéant, sur les OCA non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 2,05 € égale au Prix par OCA, nette de tous frais.

La durée de l'Offre sera de quinze (15) jours de négociation.

A la date de dépôt du projet d'Offre, REOF Holding détient 11.287.463 Actions représentant autant de droits de vote, soit 56,77% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.¹

A la connaissance de l'Initiateur, la société TwentyTwo Credit I S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 412 F route d'Esch, L-2086

1

Pourcentage calculé sur la base des informations au 30 avril 2019 publiées par la Société sur son site Internet le 3 mai 2019, soit un capital composé de 19.884.220 Actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF.

Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 186.721 (« **TTC I** »), détient l'intégralité des 13.522.358 OCA émises par OFP le 31 juillet 2015 (la « **Date d'Emission** »), qui peuvent être converties en 13.522.358 Actions nouvelles.

Le projet d'Offre porte sur :

- La totalité des Actions en circulation non détenues, directement ou indirectement, par REOF Holding, à l'exception des 82.762 Actions auto-détenues que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, 8.513.995 Actions à la date de dépôt du projet d'Offre ; et
- La totalité des Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues, directement ou indirectement, par REOF Holding, soit à sa connaissance, un maximum de 13.522.358 Actions à la date de dépôt du projet d'Offre ; et
- La totalité des OCA en circulation non détenues, directement ou indirectement, par REOF Holding, soit à sa connaissance, 13.522.358 OCA à la date de dépôt du projet d'Offre.

Il est précisé que :

- Les administrateurs de la Société, personnes physiques, détenant au total 60 Actions, ont fait connaître leur intention d'apporter leurs Actions à l'Offre, à l'exception d'une (1) Action dont chacun est tenu d'être propriétaire, en application de l'article 15 des statuts de la Société ;
- La société Züblin Immobilien AG (« **ZIHAG** ») a consenti le 31 juillet 2015 à TTC I une option d'achat portant sur la totalité de ses 5.765.375 Actions (l'« **Option d'Achat** »). L'Option d'Achat détenue par TTC I est exerçable pendant une durée de cinq ans, à compter du 31 juillet 2015, sur la base d'un prix correspondant au montant le plus faible entre (a) l'ANR EPRA par Action publié par OFP et (b) un montant dépendant du taux de vacance financière, retenu comme un critère objectif dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires : 1 € symbolique pour l'intégralité des Actions détenues par ZIHAG si ce taux est supérieur à 35%, 0,17 € par action si ce taux est compris entre 10% et 35%, et 0,35 € par action si ce taux est inférieur à 10%. Cette Option d'Achat est exerçable uniquement par un tiers du choix de TTC I (cf. publication D&I AMF n°215C1195 en date du 6 août 2015).

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital pouvant donner accès au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions et les OCA.

Rothschild Martin Maurel est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Opérations précédentes

A la date du présent projet de note en réponse, OFP ne détient plus qu'un seul actif immobilier, l'immeuble Magellan (l'« **Immeuble Magellan** »), en cours de rénovation suite à la résiliation de son bail par son principal locataire et dont la valeur d'expertise au 31 mars 2019 est de 31,8 M€ hors droits.

Cette situation résulte des événements décrits ci-après.

Par un communiqué publié en date du 7 février 2018, la Société a annoncé le lancement d'un processus compétitif en vue de céder les trois immeubles dénommés Newtime, Think et Imagine qu'elle détenait, directement ou indirectement, et situés sur l'île de la Jatte à Neuilly-sur-Seine (la « **Cession du Campus Ecosphère** »).

Dans ce contexte, et comme mentionné dans le communiqué susvisé, REOF Holding a indiqué au conseil d'administration d'OFP que dans l'hypothèse où la Cession du Campus Ecosphère serait réalisée, il mettrait en œuvre, en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, une offre publique de retrait visant la totalité des Actions et, le cas échéant, des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détient pas, libellée à des conditions telles que ladite offre puisse être déclarée conforme par l'AMF.

Le 12 juillet 2018, le conseil d'administration d'OFP a autorisé la signature de promesses de vente des immeubles Think et Imagine, ce qui a fait l'objet d'un communiqué publié par OFP le même jour. Ce communiqué réaffirmait l'engagement pris par REOF Holding de mettre en œuvre une offre publique de retrait dans l'hypothèse de la réalisation effective de la Cession du Campus Ecosphère.

Le 26 octobre 2018, OFP a cédé l'immeuble Imagine, sis 20 boulevard du Parc, 92200 Neuilly-sur-Seine, au titre d'un acte de vente conclu à cette date (la « **Cession de l'Immeuble Imagine** »). Le même jour, la société Officiis Properties Paris Ouest 1 (« **OPPO 1** »), filiale détenue à 100% par OFP, a cédé l'immeuble Think, sis 28-34 boulevard du Parc, 92200 Neuilly-sur-Seine, au titre d'un acte de vente conclu à cette date (la « **Cession de l'Immeuble Think** »).

Le prix de cession de ces deux immeubles s'élevait globalement à 141,7 M€, en ligne avec leurs valeurs dans les comptes consolidés IFRS de la Société au 31 mars 2018 (141,6 M€). Les Cessions de l'Immeuble Imagine et de l'Immeuble Think ont fait l'objet d'un communiqué publié par OFP le 29 octobre 2018, qui rappelait également les engagements précités de REOF Holding.

Le 6 février 2019, à l'issue d'un processus d'appel d'offres, OPPO 1 a signé avec un investisseur institutionnel français une promesse synallagmatique de vente de l'immeuble Newtime (l'« **Immeuble Newtime** »), troisième actif immobilier composant le campus Ecosphère. La signature de cette promesse a fait l'objet d'un communiqué publié par OFP le même jour, lequel rappelait qu'une fois la cession de cet immeuble réalisée, REOF Holding mettrait en œuvre une offre publique de retrait visant la totalité des Actions et, le cas échéant, des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détient pas.

L'intégralité des conditions suspensives relatives à la cession par OPPO 1 de l'Immeuble Newtime ayant été levées, dans la perspective de la réalisation de cette cession devant intervenir au plus tard le 15 mai 2019, le gérant unique de REOF Holding a notifié à OFP, le 26 avril 2019, les caractéristiques du projet d'Offre et son intention de faire éventuellement suivre l'Offre d'un Retrait Obligatoire mis en œuvre en application des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

La cotation des Actions a été suspendue à compter du 29 avril 2019.

Les principales caractéristiques du projet d'Offre ont été rendues publiques par un communiqué publié par OFP le 30 avril 2019, concomitamment à la publication des résultats consolidés de l'exercice 2018-2019 de la Société².

Ce communiqué précisait également que le conseil d'administration d'OFP en date du 29 mars 2019 avait désigné le cabinet DK Expertises et Conseil représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant, appelé à se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre désormais notifiées, en ce compris celles de l'éventuel Retrait

²

Lors de sa réunion du 30 avril 2019, le conseil d'administration d'OFP a également arrêté le principe de la fusion-absorption de sa filiale OPPO 1 dont l'approbation sera soumise à l'assemblée générale mixte des actionnaires d'OFP convoquée pour le 28 juin 2019.

Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre en application des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Un avis relatif au début d'une période de pré-offre fixé au 30 avril 2019 a été publié par l'AMF sous la référence 219C0722 en date du 2 mai 2019.

Par ailleurs, comme indiqué dans le communiqué de presse rectificatif d'OFP en date du 5 juin 2019 incluant le tableau de déclaration mensuelle des opérations réalisées en mai 2019 dans le cadre de son programme de rachat d'actions, le contrat de liquidité conclu avec Oddo BHF a été suspendu à partir du 30 avril 2019, date de début de la période de pré-offre, jusqu'à nouvelle instruction. A cette date le nombre d'Actions auto-détenues par OFP s'élevait à 82.762 et n'a pas évolué depuis.

La cotation des Actions a été reprise le 3 mai 2019.

La réalisation de la cession de l'Immeuble Newtime est intervenue le 15 mai 2019, comme indiqué dans un communiqué publié par OFP le même jour.

Le produit net perçu par OPPO 1 à cette occasion s'est élevé à 152,6 M€, après prise en compte du montant du rachat des franchises de loyers consenties aux locataires, des frais et honoraires des conseils et de la garantie locative (cf. communiqué publié par OFP le 30 avril 2019 dans le cadre de la publication des résultats de l'exercice 2018-2019).

Ce produit net de cession a été affecté, à hauteur de 93 M€, au remboursement de la totalité de l'emprunt hypothécaire Helaba et au débouclage des swaps de couverture de taux. Le solde net, ainsi qu'une partie de la trésorerie disponible de la Société, ont été affectés au remboursement partiel, à hauteur de 60 M€, de l'emprunt non bancaire subordonné d'OFP, dont le solde est de 21,1 M€ à la date de dépôt du projet d'Offre.

2.2 Composition du conseil d'administration

Lors de l'assemblée générale d'OFP qui s'est tenue le 14 septembre 2018, les mandats d'administrateurs de Messieurs Philippe Couturier et Daniel Rigny ont été renouvelés pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'assemblée générale des actionnaires appelée à statuer sur les comptes clos le 31 mars 2021.

Lors de cette même assemblée, le mandat d'administrateur de Madame Anne Génot a été révoqué et REOF Holding a été nommée en qualité de nouvel administrateur de la Société pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'assemblée générale des actionnaires appelée à statuer sur les comptes clos le 31 mars 2021. Madame Claude Lutz, gérante unique de la société REOF Holding et directrice générale de Massena Partners, a été désignée en qualité de représentant permanent de REOF Holding.

A la date du projet d'Offre, le conseil d'administration d'OFP est composé de :

- Monsieur Philippe Couturier, président ;
- REOF Holding, administrateur, représentée par Madame Claude Lutz ;
- Monsieur Daniel Rigny, administrateur ;
- Madame Julie Duvivier, administratrice ;
- Dr. Iosif Bakaleynik, administrateur ;
- Madame Muriel Aubry, administratrice (indépendante) ; et
- Monsieur Alexandre Gruca, administrateur (indépendant).

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OFP

Le 30 avril 2019, le conseil d'administration d'OFP réuni pour arrêter les comptes consolidés annuels en cours d'audit de la Société pour la période du 1^{er} avril 2018 au 31 mars 2019 a pris acte

des caractéristiques du projet d'Offre visant les Actions et les OCA telles qu'elles lui ont été notifiées par REOF Holding. OFP les a rendues publiques dans le communiqué publié le 30 avril 2019 faisant état de son résultat net consolidé.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et 5°, et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration d'OFP a confirmé la nomination du cabinet DK Expertises et Conseil représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant, aux fins de rendre un rapport sur l'équité des conditions financières de l'Offre et celles de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à la suite de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration d'OFP se sont réunis à nouveau le 4 juin 2019, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin de prendre connaissance du rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet DK Expertises et Conseil et d'examiner le projet d'Offre.

Le conseil d'administration a été également invité à décider du traitement des Actions auto-détenues au regard de l'Offre (cf. ci-après et section 5 ci-dessous).

Avis motivé du conseil d'administration d'OFP sur le projet d'Offre

L'an deux mille dix-neuf, le 4 juin à 15h00 heures, les administrateurs de la société OFFICIIS PROPRIETIES se sont réunis en conseil d'administration (ci-après dénommé le « **Conseil** ») au siège social de la Société.

ETAIENT PRESENTS ET ONT EMARGE LE REGISTRE DE PRESENCE :

Monsieur Philippe COUTURIER, président et administrateur,

Madame Julie DUVIVIER, administrateur,

Madame Muriel AUBRY, administrateur.

ETAIENT PRESENTS PAR VIDEO-CONFERENCE :

REOF Holding, administrateur représenté par Madame Claude LUTZ,

Monsieur Daniel RIGNY, administrateur,

Monsieur Alexandre GRUCA, administrateur,

Monsieur Iosif BAKALEYNIK, administrateur.

Le Conseil, réunissant la présence de la moitié au moins des administrateurs a pu valablement délibérer.

La délibération du Conseil concernant l'avis motivé est reproduite ci-après.

Monsieur le président rappelle « *que dans sa séance du 1^{er} février 2019 durant laquelle le Conseil avait approuvé les termes et conditions de la promesse synallagmatique [de vente] le Conseil avait également décidé de créer un comité ad hoc composé des 2 administrateurs indépendants, Madame Muriel AUBRY et Monsieur Alexandre GRUCA, pour (i) faire une recommandation au Conseil sur le choix de l'Expert Indépendant, puis (ii) pour assurer la supervision de la mission de l'Expert Indépendant (le « **Comité Ad Hoc** »).*

*Sur recommandation du Comité Ad Hoc qui avait mené un appel d'offres restreint, et dans la perspective de la réalisation de la vente de l'immeuble Newtime, le Conseil, dans sa séance du 29 mars 2019 a nommé le cabinet DK Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), afin que ce dernier puisse débiter ses travaux.*

[..]

Monsieur le président demande à l'Expert Indépendant de bien vouloir présenter ses travaux finalisés ainsi que les principaux points et conclusions de son rapport au Conseil.

Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau présentent leurs travaux dont il ressort :

- que le prix de rachat proposé pour les actions de la Société dans le cadre de l'Offre extériorise des primes très significatives sur l'ensemble des méthodes et références considérées à titre principal ou à titre secondaire ;*
- qu'en particulier, au regard de la valorisation des actions de la Société selon la méthode de l'ANR Triple Net EPRA, qui constitue une référence dans l'appréciation des offres sur les sociétés foncières, le prix de rachat proposé pour les actions de la Société dans le cadre de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 650% et 725% sur le niveau de cet agrégat à la date du 31 mars 2019 ;*
- qu'en conséquence, l'appréciation des primes sur la base de l'ANR Triple Net EPRA au 31 mars 2019 apparaît favorable aux actionnaires d'autant plus que le niveau dudit ANR est appelé à diminuer régulièrement dans le temps ;*
- que le prix de rachat proposé pour les OCA dans le cadre de l'Offre fait apparaître une prime comprise entre +4,6% et +6,1% par rapport à la valeur théorique desdites OCA et de 71% par rapport à leur valeur de conversion dans le cadre de l'Offre ;*
- que selon l'analyse menée, il n'existe pas d'accord connexe à l'Offre susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.*

Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau indiquent que sur ces bases, l'Expert Indépendant est d'avis :

- que prix de rachat proposé pour les actions de la Société dans le cadre de l'Offre de 1,20 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires ;*
- que le prix de rachat proposé pour les OCA dans le cadre de l'Offre de 2,05€ est équitable d'un point de vue financier pour les détenteurs desdites OCA.*

Il précise que cet avis s'applique dans le cadre de l'offre publique de retrait ainsi qu'en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Monsieur le président remercie Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau pour leur présentation.

Il rappelle que, conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, les travaux du cabinet DK Expertises et Conseil, ont été menés sous la supervision du Comité Ad Hoc.

Le Président donne la parole à Madame Muriel AUBRY et Monsieur Alexandre GRUCA afin qu'ils présentent, au nom du Comité Ad Hoc, leurs observations.

Madame Muriel AUBRY et Monsieur Alexandre GRUCA indiquent au Conseil que le Comité Ad Hoc s'est réuni les 20, 24 et 28 mai 2019, en présence de l'Expert Indépendant, afin de suivre les travaux de ce dernier. Ils indiquent qu'au vu des travaux menés et du rapport de l'Expert Indépendant, le Comité Ad Hoc considère unanimement que les conditions financières de l'Offre sur les actions de la Société et les OCA sont équitables pour les actionnaires et pour les porteurs d'OCA et que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des porteurs d'OCA, et en conséquence, recommande au Conseil de rendre un avis favorable sur ce projet d'Offre.

Le Président remercie Madame Muriel AUBRY et Monsieur Alexandre GRUCA.

Le Conseil prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant et de la recommandation du Comité Ad Hoc.

Monsieur le président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration doit émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre.

Une discussion sur le projet d'Offre s'instaure entre les membres du Conseil d'administration.

Après en avoir délibéré, tous les administrateurs présents, à l'exception de Madame Claude Lutz, représentant permanent de REOF Holding S.à r.l. (« **REOF** »), qui ne participe pas au vote, prennent acte, notamment :

- que le projet d'Offre intervient postérieurement à la Cession du Campus Ecosphère, par la Société et sa filiale OPPO détenue à 100%, et qu'en conséquence l'activité opérationnelle de la Société ne se poursuivrait qu'au travers de l'exploitation de l'immeuble Magellan, dont la rénovation devrait durer toute l'année 2019, justifiant une proposition de sortie aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'OCA par l'actionnaire majoritaire REOF ;
- que c'est en conséquence de la cession de la quasi-totalité des actifs de la Société que le projet d'Offre va être déposé conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 I 3° du code monétaire et financier et des dispositions applicables du règlement général de l'AMF ;
- que, dans la mesure où à la clôture de l'Offre, et sous réserve des conditions réglementaires applicables à ce moment, (i) le nombre d'actions de la Société non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société et où (ii) les actions de la Société non présentées à l'Offre et non détenues, directement ou indirectement, par REOF et les actions de la Société susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCA non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 10 % de la somme des actions de la Société existantes et des actions de la Société nouvelles susceptibles d'être créées du fait de la conversion des obligations convertibles en actions, REOF a l'intention de procéder à un retrait obligatoire moyennant une indemnisation unitaire nette de tous frais, égale aux prix unitaires proposés aux actionnaires et aux porteurs d'OCA dans le cadre de l'offre publique de retrait précédente (les administrateurs susvisés prenant acte également de l'ensemble des intentions de REOF telles qu'exprimées dans le projet de note d'information) ;
- que compte tenu de la cession par la Société de la quasi-totalité de ses actifs, l'Offre donne de la liquidité a des conditions équitables pour les actionnaires qui voudraient sortir du capital, ainsi qu'aux porteurs d'OCA ;
- que le prix proposé de 1,20 euro par action de la Société fait ressortir, selon les conclusions de l'expert indépendant, une prime significative comprise entre 650% et 725% selon la méthode de l'ANR Triple Net EPRA, au 31 mars 2019, qui constitue une référence dans l'appréciation des offres sur les sociétés foncières ;
- que le prix proposé de 2,05 euros par OCA fait ressortir, selon les conclusions de l'expert indépendant, une prime comprise entre +4,6% et +6,1% par rapport à la valeur théorique desdites obligations et de 71% par rapport à la valeur de conversion dans le cadre de l'Offre ;
- que l'Expert Indépendant dans le cadre des conclusions de son rapport a considéré que les prix proposés sont équitables y compris dans la perspective de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre par action de la Société et au prix de l'Offre par OCA selon le cas, et a également constaté l'absence d'accord susceptible de remettre en cause le caractère équitable des prix d'Offre ;
- que le Comité Ad Hoc a unanimement considéré que le projet d'Offre était conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des porteurs d'OCA et a recommandé, en conséquence, au Conseil d'Administration de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre.

Au vu des éléments qui précèdent et après un échange de vues approfondi, à l'exception de Madame Claude Lutz, représentant permanent de REOF, qui ne participe pas au vote, tous les administrateurs présents faisant leurs les recommandations du Comité Ad Hoc :

- considèrent que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires ;
- décident d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- compte-tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre en ce compris dans la perspective d'un retrait obligatoire,

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

- recommandent aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre. S'agissant de la recommandation d'apport à l'Offre des OCA, les administrateurs présents émettent un avis favorable, étant précisé que Monsieur Daniel Rigny, gérant de la société Twenty Two Credit I S.à r.l. qui détient les OCA, ne se prononce pas à cet égard tout en prenant acte de l'avis du Comité Ad Hoc concernant le caractère équitable du prix d'Offre proposé pour les OCA ;*
- constatent que le contrat de liquidité conclu avec la société Oddo BHF temporairement suspendu pendant la période d'Offre pourrait reprendre ses effets une fois cette période expirée dans le cas où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre, décident en conséquence de ne pas apporter à l'Offre les actions OFP auto-détenues par la Société, soit 82.762 actions OFP représentant 0,42 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société au 4 juin 2019 ;*
 - décident qu'il sera fait mention des débats du Conseil et de ses décisions dans la note en réponse de la Société au projet d'Offre.*

En application de l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, Monsieur le président demande les intentions des administrateurs présents d'apporter ou non leurs actions à l'Offre.

Etant entendu que REOF Holding, administrateur, personne morale est l'Initiateur de l'Offre, les autres administrateurs personnes physiques, à savoir Monsieur Philippe COUTURIER, Monsieur Daniel RIGNY, Madame Julie DUVIVIER, Monsieur Iosif BAKALEYNIK, Madame Muriel AUBRY et Monsieur Alexandre GRUCA, indiquent leur intention d'apporter les actions de la Société qu'ils détiennent, à l'exception d'une (1) action de la Société, compte tenu de l'obligation qui leur est faite, aux termes des dispositions de l'article 15.1 des statuts de la Société de détenir une (1) action au moins de la Société pendant toute la durée de leur mandat d'administrateur. »

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OFP

Au regard de l'obligation faite à chaque administrateur, aux termes des dispositions de l'article 15.1 des statuts d'OFP, de détenir une (1) Action au moins de la Société pendant toute la durée de leur mandat, Monsieur Ph. Couturier, Monsieur D. Rigny, Madame J. Duvivier, Dr. I. Bakaleynik, Madame M. Aubry et Monsieur A. Gruca ont indiqué, lors de la réunion du conseil d'administration d'OFP en date du 4 juin 2019, leur intention d'apporter à l'Offre neuf (9) Actions sur les dix (10) qu'ils détiennent (cf. section 3ci-dessus).

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

La Société détient 82.762 Actions propres représentant 0,42% de son capital ; le conseil d'administration d'OFP, lors de sa réunion du 4 juin 2019, a décidé de ne pas apporter ces 82.762 Actions dans le cadre de l'Offre (cf. section 3 ci-dessus).

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

A l'exception de l'Option d'Achat décrite ci-dessus, il n'existe à la connaissance de la Société aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Actions

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social d'OFP, qui s'élève à 30.621.698,80 €, est divisé en 19.884.220 Actions, d'une valeur nominale de 1,54 € chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de dépôt du projet d'Offre, et à la connaissance de la Société, le capital social et le nombre total de droits de vote d'OFP sont répartis comme suit³:

Actionnaires	Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques (base non diluée)	% du capital	% des droits de vote théoriques
REOF Holding	11.287.463	56,77%	56,77%
ZIHAG	5.765.375	28,99%	28,99%
Administrateurs et dirigeants	29.367	0,15%	0,15%
Auto-détention	82.762	0,42%	0,42%
Public	2.719.253	13,67%	13,67%
Total	19.884.220	100%	100%

NB: les pourcentages en droits de vote ont été calculés sur la base du nombre total d'Actions émises auxquelles est attaché un droit de vote, y compris les Actions auto-détenues privées du droit de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF (le nombre de droits de vote théoriques s'élevant par conséquent à 19 884 220).

OCA

A la date du présent projet de note en réponse, il existe 13.522.358 OCA non détenues par l'Initiateur. A la connaissance de la Société, la totalité de ces OCA sont détenues par TTC I.

Les caractéristiques des OCA figurent dans la note d'opération faisant partie du prospectus visé par l'AMF le 22 juillet 2015 sous le numéro 15-402. Ces OCA ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un quelconque autre marché.

Sauf amortissement ou remboursement anticipé, en l'absence de conversion totale ou partielle, les OCA seront remboursées au pair le 31 juillet 2020 (la « **Date d'Echéance** ») et portent intérêt au taux nominal annuel de 8,5%, intérêts capitalisés et versés à cette même Date d'Echéance.

La Société dispose cependant de la faculté de rembourser, à tout moment, en une ou plusieurs fois, tout ou partie des intérêts capitalisés, ces paiements intérimaires faisant l'objet d'une déduction sur le montant restant des intérêts capitalisés à échéance.

À tout moment à compter de la Date d'Emission et jusqu'au septième jour ouvré inclus qui précède la Date d'Echéance, les porteurs d'OCA peuvent demander l'attribution d'Actions nouvelles à raison d'une Action nouvelle pour une OCA (sous réserve d'ajustements).

³ Pourcentages calculés sur la base des informations au 30 avril 2019 publiées par la Société sur son site Internet le 3 mai 2019, soit un capital composé de 19.884.220 Actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF.

Si la totalité des 13.522.358 OCA étaient converties en Actions à émettre, le capital social et les droits de vote théoriques de la Société seraient répartis comme suit, toutes choses égales par ailleurs :

Actionnaires	Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques (base diluée)	% du capital	% des droits de vote théoriques
TTC I	13.522.358	40,48 %	40,48%
REOF Holding	11.287.463	33,79%	33,79%
ZIHAG	5.765.375	17,26%	17,26%
Administrateurs et dirigeants	29.367	0,09%	0,09%
Auto-détention	82.762	0,25%	0,25%
Public	2.719.253	8,14%	8,14%
Total	33.406.578	100%	100%

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

S'agissant des restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote, l'article 10 des statuts de la Société prévoit que :

« Les actions sont librement négociables, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires. Les actions inscrites en compte se transmettent librement par virement de compte à compte. Les inscriptions en compte, virements et cessions s'opèrent dans les conditions prévues par la loi et les règlements en vigueur. Les actions non libérées des versements exigibles ne sont pas admises au transfert.

L'article 208 C II ter du Code général des impôts dispose que les sociétés relevant du régime des sociétés d'investissement immobilières cotées doivent acquitter un prélèvement (le « Prélèvement ») lorsque des produits, prélevés sur des bénéfices exonérés d'impôt sur les sociétés en application de l'article 208 C II du Code général des impôts, sont distribués ou réputés distribués au profit d'un actionnaire autre qu'une personne physique, détenant directement ou indirectement au moins 10 % des droits à dividendes au moment de la mise en paiement des distributions et dont la situation fiscale propre ne satisfait pas certaines conditions (l'« Actionnaire à Prélèvement »).

Tout actionnaire, autre qu'une personne physique, qui viendrait à détenir directement ou indirectement un nombre d'actions correspondant à 10 % ou plus des droits à dividendes de la Société devra indiquer dans sa déclaration de franchissement de seuil à la Société s'il est ou non un Actionnaire à Prélèvement. L'actionnaire qui aura indiqué dans sa déclaration qu'il n'est pas un Actionnaire à Prélèvement devra en justifier auprès de la Société. L'actionnaire concerné devra notifier à la Société sans délai tout changement susceptible d'affecter son statut fiscal au regard des dispositions de l'article 208 C II ter précité.

Outre les seuils prévus par les lois et règlements applicables, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir, directement ou indirectement au travers d'une ou plusieurs sociétés qu'elle contrôle majoritairement, un pourcentage de participation supérieur ou égal à 2% du capital social et/ou des droits de vote est tenue d'informer la Société de la détention de chaque fraction de 2% du capital et/ou des droits de vote jusqu'à 33% dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuils, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à son siège social, en précisant le nombre

total d'actions ou de titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital ainsi que du nombre de droits de vote qu'elle détient, directement mais aussi, du nombre d'actions ou de droits de vote assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par cette personne en vertu de l'article L. 233-9 du Code de commerce.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, un ou plusieurs actionnaires, détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à cinq pour cent (5%), pourront demander que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée soient privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. La demande est consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être délégués par l'actionnaire défaillant. »

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'Actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

Enfin, il est précisé que, dans le cadre de la déclaration d'intention adressée à la Société par REOF Holding et TTC I, TTC I a informé la Société avoir conclu avec ZIHAG, l'Option d'Achat sur la totalité des Actions détenues par ZIHAG, promesse exerçable uniquement par un tiers du choix de TTC I (D&I AMF n°215C1195 en date du 6 août 2015).

7.3 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote d'OFP

Hormis REOF Holding, les actionnaires représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote s'étant fait connaître auprès de la Société à la date du présent projet de note en réponse sont les suivants :

- La société de droit suisse ZIHAG a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 7 août 2017, les seuils de 1/3 et 30% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, au 20 avril 2018, 5 765 375 Actions représentant autant de droit de vote, soit 28,99% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.
- Il est rappelé en outre que TTC I détient (i) une Option d'Achat portant sur l'intégralité des Actions détenues par ZIHAG (cf. section 1 et paragraphe 7.2 ci-dessus), et (ii) les OCA dont la conversion intégrale permettrait à TTC I de détenir 13.522.358 Actions nouvelles, soit 40,48 % du capital social d'OFP sur une base diluée (cf. tableau dans le paragraphe 7.1 ci-dessus).

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

Aucun titre émis par la Société 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

Néant, la Société n'emploie aucun salarié.

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

A l'exception de l'Option d'Achat, la Société n'a pas connaissance d'accords entre actionnaires qui pourraient entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts d'OFP

L'article 15 des statuts de la Société prévoit qu'OFP est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une action au moins pendant toute la durée de son mandat.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois années. Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Par ailleurs, le conseil d'administration a mis en place en son sein un comité des nominations et des rémunérations actuellement composé de Madame Muriel AUBRY, Monsieur Alexandre GRUCA et Monsieur Iosif BAKALEYNIK pour la durée de leur mandat d'administrateur. Parmi ses missions, le comité des nominations et des rémunérations examine la composition du conseil d'administration, apprécie la situation de chacun des administrateurs au regard des relations qu'il entretient, s'il y a lieu, avec la Société et/ou ses filiales, de nature à compromettre sa liberté de jugement ou à entraîner des conflits d'intérêts potentiels avec la Société, et met en œuvre l'évaluation régulière du conseil d'administration.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'Actions

L'assemblée générale des actionnaires d'OFP en date du 14 septembre 2018 a autorisé le conseil d'administration d'OFP, avec faculté de subdélégation dans les conditions prévues par la loi, pour une durée de dix-huit mois, soit jusqu'au 13 mars 2020, à acquérir des Actions, dans les conditions prévues aux articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce. Le prix unitaire maximum d'achat par Action est fixé à 3 euros, avec un plafond global de 450.000 euros.

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance d'OFP, il n'existe aucun accord en vigueur, conclu par OFP, susceptible d'être impacté en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du conseil d'administration d'OFP et ses principaux salariés, en cas de démission et licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration d'OFP en cas de démission ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport du cabinet DK Expertises et Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant et désigné en application de l'article 261-1 I 1° et 5° et II du règlement général de l'AMF, est reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent projet de note en réponse.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'OFP seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général, elles seront disponibles sur les sites Internet d'OFP (<https://officiis-properties.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès d'OFP.

*Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.*

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

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

Monsieur Pierre Essig
Directeur général d'Officiis Properties

*Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.*

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
DE RETRAIT
INITIEE PAR REOF Holding S.à r.l.**

4 juin 2019

Sommaire

1.	Présentation de l’Offre.....	4
1.1	Société concernée par l’Offre.....	4
1.2	Présentation des modalités de l’Offre	5
1.3	Présentation des motifs de l’Offre	5
1.4	Financement de l’Opération	6
2.	Présentation d’OFFICIIS	7
2.1	Historique des activités d’OFFICIIS	7
2.2	Analyse des performances financières d’OFFICIIS	8
2.3	Caractéristiques du marché de l’investissement en immobilier d’entreprise	13
3.	Evaluation de l’action OFFICIIS	15
3.1	Données structurant l’évaluation.....	15
3.2	Méthodes d’évaluation et références écartées.....	16
3.3	ANR Triple Net EPRA – à titre principal.....	17
3.4	Méthode des comparables boursiers – à titre principal.....	21
3.5	Méthode des transactions comparables – à titre principal	23
3.6	Référence au cours de bourse – à titre principal.....	24
3.7	Assimilation de l’action à une option d’achat – à titre secondaire	29
3.8	Synthèse des éléments de valorisation.....	31
4.	Evaluation des Obligations.....	32
4.1	Présentation des caractéristiques des Obligations	32
4.2	Valorisation des Obligations en cas de conversion.....	32
4.3	Valeur théorique des Obligations	33
4.4	Synthèse des éléments de valorisation.....	35
5.	Analyse des éléments d’appréciation du Prix d’Offre établi par la Banque présentatrice	36
5.1	Analyse des éléments d’appréciation de la valeur des actions	36
5.2	Analyse des éléments d’appréciation de la valeur des Obligations.....	37
6.	Contacts avec des tiers	38
7.	Conclusion.....	40
Annexe 1 :	Présentation de l’Expert Indépendant et déroulement de l’expertise	41
Annexe 2 :	Comparables boursiers	46

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a été désigné par le Conseil d'administration de la société OFFICIIS PROPERTIES (ci-après « **OFFICIIS** » ou la « **Société** ») en date du 29 mars 2019 en qualité d'expert indépendant. L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société REOF Holding S.à r.l. (ci-après « **REOF** » ou « **l'Initiateur** ») dans le cadre d'un projet d'offre publique de retrait pouvant être suivi d'un retrait obligatoire (ci-après conjointement « **l'Offre** ») visant les actions et les obligations convertibles en actions (ci-après les « **Obligations** ») d'OFFICIIS.

Notre désignation est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société car (i) « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (article 261-1 I 1°) et (ii) « *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* » (article 261-1 I 5°) ;
- l'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

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

1. Présentation de l'Offre

1.1 Société concernée par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre - REOF

REOF est une société de droit luxembourgeois, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 197.569, dont la gérance est assurée par Mme Claude Lutz, directrice générale de Massena Partners SA. Son siège social est situé 2 rue d'Alsace, L-1017 Luxembourg, Grand-Duché du Luxembourg.

REOF est une filiale détenue à 100% par la société Real Estate Opportunities Funds I S.C.S. (ci-après « **REOF I** ») qui est une société de droit luxembourgeois, dont le siège social est également situé 2 rue d'Alsace, L-1017 Luxembourg, Grand-Duché du Luxembourg, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 197.066.

L'associé gérant commandité de REOF I est la société de droit luxembourgeois REOF Management S.à r.l., elle-même détenue conjointement par :

- la société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois TwentyTwo Group Holding S.à r.l., contrôlée par M. Daniel Rigny ; et
- la société anonyme de droit luxembourgeois Massena Luxembourg SA, contrôlée par M. Franck Noël Vandenberghe.

Massena Partners SA, filiale indirecte de Massena Luxembourg SA, agit en qualité d'investment manager de la société REOF I.

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre - OFFICIIS

OFFICIIS, anciennement dénommée ZUBLIN Immobilière France, est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 30.621.698,80 euros, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 448 364 232. Son siège social est situé au 52B rue de la Bienfaisance, 75008 Paris.

Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN : FR0010298901.

OFFICIIS est une société foncière, ayant opté pour le statut des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (ci-après « SIIC »), dont le patrimoine est investi en immobilier de bureaux.

Le capital non dilué d'OFFICIIS se répartit de la manière suivante¹ :

Tableau 1. Répartition du capital non dilué d'OFFICIIS

	Nb titres	%
REOF Holding	11 287 463	56,8%
Groupe Züblin Immobilien	5 765 375	29,0%
Administrateurs et dirigeant	29 367	0,1%
Auto-détention	82 762	0,4%
Public	2 719 253	13,7%
Total	19 884 220	100,0%

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de REOF en date du 3 juin 2019.

L'Initiateur propose d'acquérir :

- les actions OFFICIIS au prix de 1,20€ (ci-après le « **Prix d'Offre des actions** ») ; et
- les Obligations au prix de 2,05€ (ci-après le « **Prix d'Offre des Obligations** »).

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Les motifs de l'Offre sont exposés au paragraphe 1.1 du projet de note d'information de REOF en date du 3 juin 2019.

Il y est exposé que par un communiqué publié le 7 février 2018, OFFICIIS a annoncé le lancement d'un processus compétitif en vue de céder les trois immeubles dénommés Newtime, Think et Imagine qu'elle détenait sur l'île de la Jatte à Neuilly-sur-Seine (ci-après le « **Campus Ecosphère** »).

Dans ce contexte, REOF a indiqué au conseil d'administration d'OFFICIIS que dans l'hypothèse où la cession du Campus Ecosphère serait réalisée, il mettrait en œuvre en application de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF, une offre publique de retrait visant la totalité des titres OFFICIIS et, le cas échéant, des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'elle ne détient pas, libellée à des conditions telles que ladite offre puisse être déclarée conforme par l'AMF.

Le 26 octobre 2018, OFFICIIS a cédé l'immeuble Imagine ainsi que l'immeuble Think.

Le 6 février 2019, une promesse synallagmatique de vente de l'immeuble Newtime a été signée.

L'intégralité des conditions suspensives à la cession de l'immeuble Newtime ayant été levées, dans la perspective de la réalisation de cette cession devant intervenir au plus tard le 15 mai 2019,

¹ Source : projet de note en réponse.

le gérant unique de REOF a notifié OFFICIIS, le 26 avril 2019, des caractéristiques du projet d’Offre et son intention de faire éventuellement suivre l’Offre d’un retrait obligatoire.

1.4 Financement de l’Opération

L’Initiateur prévoit de financer l’Offre sur ses ressources propres.

2. Présentation d'OFFICIIS

2.1 Historique des activités d'OFFICIIS

OFFICIIS a été introduite sur le marché réglementé Euronext Paris, sous le nom de ZUBLIN Immobilière France, en mars 2006.

Elle est alors la filiale française d'un des principaux acteurs du marché immobilier commercial suisse, ZUBLIN Immobilien Holding AG (ci-après « **ZIHAG** »).

L'objectif de cette introduction en bourse était, d'une part, de pouvoir opter pour le régime fiscal des SIIC et d'autre part de financer un plan d'investissement d'un montant compris entre 300 et 400 M€, dans l'immobilier de bureaux, dans un délai de trois ans².

Elle procède ainsi à l'acquisition des immeubles Jatte 3 (renommé Imagine) et Horizon Défense II³ au cours de son exercice 2006 / 2007⁴ et des immeubles le Magellan, le Danica et le Salengro⁵ au cours de son exercice 2007 / 2008.

Toutefois, elle est contrainte de stopper cette politique d'acquisition à cause de la crise financière des années 2008 et 2009.

La Société subit ensuite le départ de deux de ses principaux locataires, les groupes Roche et YSL Beauté, qui représentaient pratiquement la moitié des loyers de son exercice 2010 / 2011⁶.

Elle doit alors engager une importante rénovation des immeubles qui étaient occupés par ces locataires, pour un budget d'environ 76 M€⁷, se décomposant entre :

- 58 M€ pour l'immeuble Newtime dont les travaux doivent durer 24 mois jusqu'en mars 2014 ;
- 18 M€ pour l'immeuble Imagine dont les travaux doivent durer 9 mois jusqu'en juin 2013.

Ce départ de deux de ses principaux locataires, le coût des travaux de rénovation des immeubles qu'ils occupaient et les pertes de revenus liées au vide locatif pendant la période de rénovation, puis la période de relocation et enfin les périodes de franchise accordées aux nouveaux locataires fragiliseront la structure financière d'OFFICIIS, qui devra procéder à une restructuration financière au cours de son exercice 2015 / 2016.

Les exercices suivants verront OFFICIIS réduire progressivement son patrimoine pour résorber son endettement, notamment au travers de sa décision, annoncée le 7 février 2018, de vendre le Campus Ecosphère.

A la date du présent rapport, OFFICIIS a réalisé la cession du dernier immeuble du Campus Ecosphère, l'immeuble Newtime, et ne détient plus qu'un seul actif, l'immeuble le Magellan, qui est en cours de rénovation jusqu'à la fin de l'année 2019.

² Cf. présentation des résultats de l'exercice 2006 / 2007 d'OFFICIIS, pages 6 et 7.

³ Ibid., pages 12 et 13.

⁴ OFFICIIS clôture ses exercices le 31 mars.

⁵ Cf. présentation des résultats de l'exercice 2007 / 2008 d'OFFICIIS, page 8.

⁶ 10,7 M€ sur un total de 22,7 M€, cf. présentation des résultats de l'exercice 2011 / 2012, page 24.

⁷ Cf. document de référence de l'exercice 2012 / 2013, page 18.

2.2 Analyse des performances financières d’OFFICIIS

Les tableaux 2 et 3 présentent successivement les principaux indicateurs relatifs à l’évolution du compte de résultat et du patrimoine d’OFFICIIS sur la période allant de son exercice 2013 / 2014 à son exercice 2018 / 2019.

Tableau 2. Evolution des principaux agrégats du compte de résultat d’OFFICIIS

En M€	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17	31/03/18	31/03/19	Cumul 2016-2019
Revenus locatifs nets	4,2	3,8	1,8	5,9	7,3	1,7	16,7
Frais de fonctionnement	-2,2	-2,3	-4,1	-2,5	-2,5	-2,9	-12,0
Résultat des cessions d’immeubles	2,5	1,1	0,0	0,0	1,6	0,1	1,7
Ajustement de valeur des immeubles	-10,5	-54,4	7,9	36,7	43,6	-21,8	66,4
Coût de l’endettement financier net	-11,1	-14,2	-19,4	-19,0	-25,0	-25,6	-89,0
Résultat net	-17,0	-66,0	-13,7	21,2	25,1	-48,6	-16,0

Source : états financiers d’OFFICIIS

Tableau 3. Evolution des principaux agrégats du patrimoine d’OFFICIIS

En M€	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17	31/03/18	31/03/19
Capitaux propres	69	5	4	27	52	5
Valeur du patrimoine HD	325	249	262	306	347	184
LTV (global y.c. non bancaire)	75%	96%	97%	90%	85%	97%
ANR de liquidation (dilué) en €	6,20	0,82	0,73	1,49	2,20	0,77
ANR de liquidation (non dilué) en €	4,59	-2,21	-1,64	-0,34	2,50	0,10

Source : états financiers d’OFFICIIS

La construction du tableau 3 appelle les précisions suivantes :

- La valeur du patrimoine correspond aux lignes « immeubles de placement » et « actifs disponibles à la vente » du bilan. Il s’agit de valeurs hors droits.
- La Société présente deux types d’actifs nets réévalués (« ANR ») : l’ANR de liquidation et l’ANR de remplacement. Nous explicitons au paragraphe 3.3.1 les raisons pour lesquelles nous privilégions la notion d’ANR de liquidation.
- La Société distingue également un calcul d’ANR non dilué et dilué, c’est-à-dire, dans ce deuxième cas, en considérant que l’ensemble des instruments susceptibles de donner accès au capital sont exercés. Sur la période analysée, il existe deux sources de dilution potentielles :
 - ✓ des obligations remboursables en actions, dont le remboursement est intervenu le 7 août 2017 ;
 - ✓ des obligations convertibles en actions, émises dans le cadre de la restructuration financière de la société en 2015 (cf. § 2.2.1).

- Nous avons calculé le ratio LTV⁸ sur la base d'une méthodologie constante sur la période, légèrement différente de celle retenue par la Société, consistant à comparer :
 - ✓ d'une part le montant des dettes financières de la société (les prêts hypothécaires, le prêt subordonné non bancaire, les obligations convertibles et les intérêts des obligations remboursables en actions) minoré du montant de la trésorerie (y compris trésorerie bloquée) sur la base des comptes consolidés ;
 - ✓ d'autre part le montant de la valeur du patrimoine hors droits.

Nous analysons chronologiquement l'évolution des performances financières d'OFFICIIS dans les paragraphes suivants.

2.2.1 Un exercice 2015 / 2016 marqué par la restructuration financière d'OFFICIIS

L'exercice 2014 / 2015 d'OFFICIIS a été marqué par des pertes importantes (-66 M€ réduisant le montant des capitaux propres à 4,6 M€) tandis que son actionnaire de référence ZIHAG connaissait lui-même des difficultés financières et accueillait un nouvel actionnaire de référence, LAMESA Holding SA.

ZIHAG annonçait ainsi, en novembre 2014, son intention de rechercher un nouvel investisseur pour prendre sa suite. La Société lançait, en février 2015, un processus compétitif pour procéder à sa restructuration financière.

A l'issu de ce processus, un protocole d'investissement a été signé entre REOF I et ZIHAG prévoyant que :

- REOF souscrirait à une augmentation de capital réservée portant sur 7.482.419 actions nouvelles au prix unitaire de 1,54€ correspondant à un produit de 11,5 M€.
- Une société de titrisation luxembourgeoise affiliée au groupe TwentyTwo Real Estate, TwentyTwo Credit I S.à r.l. (ci-après « **TTC1** »), souscrirait à l'émission de 13.522.358 obligations convertibles en actions, d'une valeur nominale de 1,54€, correspondant à un produit de 20,8 M€.

Par ailleurs, au terme de ce protocole, REOF procédait à l'acquisition de la participation de 12% de LAMESA Holding dans la Société pour 1 euro et rachetait ses obligations remboursables en actions pour 1,9 M€⁹.

En outre, TTC1 se portait acquéreur auprès de ZIHAG du prêt subordonné non bancaire qu'elle avait accordé à la Société. Le prix d'acquisition de ce prêt s'est élevé à 44,75 M€ alors que son montant nominal majoré des intérêts courus s'élevait à 99,212 M€¹⁰, faisant ainsi apparaître une décote de 55%¹¹.

⁸ LTV est l'acronyme de loan-to-value.

⁹ Note d'opération n°15-402 en date du 22 juillet 2015, page 30.

¹⁰ Ibid., page 32.

¹¹ Le rachat d'un prêt à une valeur inférieure à sa valeur nominale révèle que le taux prévu contractuellement est inférieur au taux de marché, soit parce que les taux d'intérêts ont progressé, soit

Enfin, TTC1 obtenait une promesse de vente de la part de ZIHAG concernant sa participation de 5.765.375 actions dans la Société (cf. § 3.2.4).

Cette restructuration financière a fait l'objet d'une attestation d'équité en juin 2015 qui concluait à son caractère équitable pour les actionnaires de la Société, tout en notant qu'elle « *restera dans une situation d'endettement élevé et toute amélioration reste dépendante de la rapidité avec laquelle les surfaces libres seront relouées et des conditions (prix et mesures d'accompagnement) accordées aux nouveaux locataires* ».

En effet, les actions d'une société lourdement endettée peuvent être assimilées à une option d'achat sur son actif à un prix d'exercice équivalent au montant de ses dettes (cf. § 3.7). Dans cette perspective, nous observons que la restructuration financière permettait simultanément :

- d'améliorer la composante « valeur intrinsèque » des actions considérées comme des options d'achat car l'augmentation de capital a été réalisée à un prix de 1,54€ alors que l'ANR de liquidation dilué s'élevait à 0,82€ ;
- d'augmenter également la composante « valeur temps » des actions considérées comme des options d'achat. Dans un contexte où la Société n'était pas en mesure de faire face à ses besoins de trésorerie et aux échéances de sa dette bancaire et obligataire dès le mois d'août 2015¹², la restructuration financière permettait de renforcer sa structure financière et rendait son fonds de roulement net consolidé suffisant au regard de ses obligations des douze prochains mois¹³. Ainsi, les actionnaires de la Société étaient en mesure de continuer à profiter de toute évolution positive de la valeur du patrimoine de la Société pour une durée supplémentaire d'au minimum douze mois.

Finalement l'exercice 2015 / 2016 est resté marqué par une poursuite des difficultés de la Société :

- le montant des revenus locatifs nets s'est situé à un niveau très faible de 1,8 M€, inférieur au montant des frais de fonctionnement ;
- l'ajustement de la valeur des immeubles a été légèrement positif (+7,9 M€) mais insuffisant au regard du coût de l'endettement financier net (-19,4 M€) ;
- elle a affiché une perte d'un montant de -13,7 M€, supérieure au montant de l'augmentation de capital dont elle avait bénéficié dans le cadre de la restructuration financière.

2.2.2 Un exercice 2016 / 2017 marqué par la renégociation du prêt subordonné non bancaire

OFFICIIS a entamé au cours de l'exercice 2016 / 2017 son redressement :

- le montant des revenus locatifs nets a triplé de 1,8 M€ à 5,9 M€ ;
- les frais de fonctionnement ont diminué à 2,5 M€ du fait de la disparition des charges non récurrentes liées à la restructuration financière ;

parce que le risque de crédit du débiteur s'est détérioré justifiant l'application d'un spread de crédit plus élevé.

¹² Ibid., page 27.

¹³ Ibid.

- l'ajustement de la valeur des immeubles a représenté un produit de 36,7 M€, supérieur au coût de l'endettement financier qui s'est élevé à 19,0 M€.

Le résultat net 2016 / 2017 a ainsi été positif à hauteur de 21,2 M€. Cette amélioration a toutefois été progressive au cours de l'exercice dans la mesure où le résultat du premier semestre s'élevait à 4,8 M€ et celui du second semestre à 16,4 M€.

OFFICIIS a renégocié son prêt subordonné non bancaire dont l'échéance arrivait le 31 décembre 2016. Par un avenant signé le 30 septembre 2016, l'échéance de ce prêt a ainsi été prolongée au 31 juillet 2020 et son taux d'intérêt augmenté de 8,5% à 14,0%.

Cette révision des conditions du prêt subordonné non bancaire a donné lieu à un rapport d'un expert financier indépendant qui a conclu que « *elles semblent conformes avec les conditions que le marché pourrait offrir pour un financement subordonné de ce type d'actifs* ».

2.2.3 Un exercice 2017 / 2018 marqué par une amélioration de la situation d'OFFICIIS et la décision de céder le Campus Ecosphère

L'exercice 2017 / 2018 a confirmé le redressement opéré par OFFICIIS l'année précédente :

- les revenus locatifs nets ont poursuivi leur progression de 5,9 M€ à 7,3 M€ ;
- les frais de fonctionnement sont restés stable à 2,5 M€ ;
- l'ajustement de la valeur des immeubles a représenté à nouveau un produit de 43,6 M€, supérieur au coût de l'endettement financier net de 25,0 M€ ;
- cette progression du coût de l'endettement financier net résultait à la fois de la hausse du taux d'intérêt du prêt subordonné non bancaire mais également du montant de sa dette brute.

Les résultats de l'exercice 2017 / 2018 de la Société, bien que positifs, soulignaient les limites de son modèle : les revenus de son patrimoine étaient insuffisants pour faire face à ses coûts de fonctionnement et surtout au coût de son endettement financier. Son équilibre financier reposait alors sur des ajustements positifs de la valeur de son patrimoine qui ne pouvaient pas se poursuivre indéfiniment, en tout cas pas dans les proportions observées lors des exercices 2016 / 2017 et 2017 / 2018.

Au terme d'un processus de revue de ses options stratégiques, OFFICIIS a décidé de procéder à la cession du Campus Ecosphère. Cette décision a été annoncée dans un communiqué de presse daté du 7 février 2018.

2.2.4 Un exercice 2018 / 2019 marqué par la réalisation de la cession du Campus Ecosphère

Le résultat du processus de cession du Campus Ecosphère avait nécessairement un effet incertain sur l'ANR de liquidation de la Société :

- la Société supportait des coûts de portage de son patrimoine immobilier au sens où le montant des revenus liés à celui-ci était inférieur à ses coûts de fonctionnement et à ses charges financières ;

La durée du processus de cession du Campus Ecosphère était donc susceptible de peser sur ses résultats et son ANR.

- le prix de cession de tout actif illiquide et non coté sur des marchés organisés est nécessairement incertain ;

Ce prix dépend des conditions de marché au moment où la cession peut être réalisée. Le prix de cession des immeubles du Campus Ecosphère pouvait donc s'avérer différent des dernières valeurs d'expertise réalisées, comme le démontrait la volatilité de la valeur de ses actifs dans les années passées¹⁴.

La cession du Campus Ecosphère a finalement été réalisée, sur la base d'un processus compétitif mené en deux temps, au cours duquel un nombre important d'investisseurs a été consulté tant au niveau français qu'au niveau international, sur les bases suivantes :

- la cession des immeubles Think et Imagine a été réalisée le 26 octobre 2018 à une valeur proche des valeurs d'expertise du 31 mars 2018, le produit net de cession de ces immeubles dans les comptes consolidés de l'exercice clos le 31 mars 2019 (139.696 k€) faisant apparaître un léger gain (64 k€) ;
- la signature d'une promesse de vente de l'immeuble Newtime a été annoncée le 6 février 2019 et la cession a été réalisée le 15 mai 2019. Le produit net de cession de cet immeuble s'est élevé à 152,6 M€. Il est en ligne avec la valorisation au 31 mars 2017 mais a conduit à enregistrer un ajustement de valeur négatif de -21,8 M€, dans les comptes de l'exercice clos le 31 mars 2019, par rapport à la valorisation au 31 mars 2018.

Les résultats de l'exercice 2018 / 2019 d'OFFICIIS ont été très dégradés :

- le montant des revenus locatifs nets a chuté d'environ 80% du fait des cessions intervenues et du départ d'un de ses principaux locataires, la société Faurecia ;
- le montant des frais de fonctionnement a légèrement progressé à 2,9 M€ ;
- mais surtout le résultat a été pénalisé par l'ajustement négatif de la valeur de l'immeuble Newtime¹⁵ (21,8 M€) et le coût de l'endettement financier (25,6 M€).

La Société a ainsi réalisé un résultat négatif de -48,6 M€ conduisant à une réduction de son ANR de liquidation sur une base non diluée à 0,10€ par action.

OFFICIIS a mis en œuvre différentes actions au cours de son exercice 2018 / 2019 pour réduire à la fois le montant et le coût de son endettement financier :

¹⁴ Par exemple, la valorisation de l'immeuble Newtime avait fait l'objet de deux ajustements négatifs de sa valeur au cours des exercices 2013 / 2014 (-6,7 M€) et 2014 / 2015 (-28,0 M€), celle-ci diminuant de 126,5 M€ à 114,6 M€ malgré la réalisation d'un montant cumulé de travaux de 14,5 M€.

Après être resté relativement stable au cours de l'exercice 2015 / 2016, la valorisation de l'immeuble Newtime a été revue à la hausse au cours de l'exercice 2016 / 2017 (+29,3 M€) et 2017 / 2018 (+ 21,9 M€).

¹⁵ Cette baisse de valorisation avait été actée dans les comptes semestriels du 30 septembre 2018.

- En premier lieu, à la suite de la cession des immeubles Think et Imagine et de la mise en place d’un refinancement hypothécaire sur Newtime, elle a procédé, le 21 décembre 2018, à un remboursement partiel de son prêt subordonné non bancaire à hauteur de 90,7 M€.
- En second lieu, elle a mené une recherche de sources de financement alternatives à son prêt subordonné, tant au niveau français qu’international, avec l’assistance d’une banque d’affaires de premier rang, qui n’a pas abouti.
- En dernier lieu, elle a entamé la recherche d’un refinancement hypothécaire pour son immeuble le Magellan qui n’est pas achevé à la date du présent rapport.

2.2.5 Synthèse

L’analyse des quatre exercices clos depuis la réalisation de la restructuration financière (2015 / 2016 à 2018 / 2019) fait globalement apparaître que :

- Le montant des revenus locatifs nets d’OFFICIIS a été très limité du fait du vide locatif et des mesures d’accompagnement des loyers consenties aux nouveaux locataires, notamment sous la forme de franchises.
- Les frais de fonctionnement ont par conséquent absorbé une fraction importante (72%) des revenus locatifs nets.
- OFFICIIS affiche une création de valeur brute : le montant cumulé du résultat de cession des immeubles et des ajustements de valeur des immeubles s’est, en effet, élevé à 68,1 M€.
- Toutefois, ses actionnaires n’en ont pas profité car la structure financière de la Société, qui est restée très déséquilibrée malgré la restructuration financière intervenue au mois de juillet 2015, a été à l’origine d’un montant cumulé de frais financiers de 89,0 M€.
- La cession du patrimoine a permis de réduire le montant de l’endettement net de la Société mais pas son poids par rapport au patrimoine (ratio LTV). Ce ratio a, en effet, légèrement diminué de 98% au 31 mars 2016 à 86% au 31 mars 2018, avant de progresser à nouveau à 99% au 31 mars 2019.
- L’ANR de liquidation publié par la Société a été très volatile, l’impact des résultats, et en particulier des ajustements de valeur des immeubles, étant accentué par l’effet de levier d’une structure financière très endettée.

2.3 Caractéristiques du marché de l’investissement en immobilier d’entreprise

Dans un contexte économique marqué par un ralentissement de la croissance de l’activité économique en France¹⁶ et des incertitudes sur le rythme et l’ampleur de la normalisation de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne, le marché de l’investissement immobilier en Ile de France a fait preuve de résilience au cours de l’année 2018.

¹⁶ Le produit intérieur brut français a progressé au taux de 1,5% en 2018 et de 2,3% en 2017.

Le volume des transactions s'est élevé à 23,1 Md€ sur l'année 2018 dont 19 Md€ sur le segment des bureaux où la progression par rapport à l'année précédente s'est établie à +17%.

Le marché de l'immobilier d'entreprise en Ile-de-France s'est également caractérisé par les éléments suivants en 2018 :

- une baisse de la demande placée à un niveau toutefois élevé de 2,5 millions de m² tandis que l'offre immédiate est passée sous la barre de 3 millions de m² ;
- une hausse des valeurs locatives moyennes conséquence du recul de l'offre immédiate ;
- un taux de vacance en diminution à 5,1% ;
- des mesures d'accompagnement en légère baisse à 20,7%.

A moyen terme, l'évolution du marché de l'immobilier d'entreprise en Ile de France sera influencée par les éléments suivants :

- le rythme des créations d'emplois en fonction de la croissance économique ;
- l'évolution des modes de travail avec le travail à distance ou le coworking ;
- les besoins de modernisation d'une partie du parc immobilier pour répondre aux attentes des utilisateurs en termes d'efficacité énergétique et d'environnement de travail.

3. Evaluation de l'action OFFICIIS

Après avoir exposé les données structurant l'évaluation (3.1) et les approches d'évaluation écartées (3.2), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues à titre principal (3.3 à 3.6) et à titre secondaire (3.7).

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action OFFICIIS a été réalisée à la date du **24 mai 2019**.

Dans la mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué, nous nous sommes référés au dernier ANR connu à la date du 24 mai 2019, soit l'ANR du 31 mars 2019, étant précisé que la situation d'OFFICIIS conduit à ce que cet agrégat se dégrade progressivement (cf. § 3.3).

Dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et de la référence au cours de bourse, les cours de bourse ont été retenus jusqu'à la date du 24 mai 2019.

3.1.2 Nombre d'actions et d'instruments financiers donnant accès au capital

Le nombre total d'actions formant le capital de la société s'élève à 19.884.220 dont 73.601 auto-détenues au 31 mars 2019.

OFFICIIS a également émis, en date du 31 juillet 2015, 13.522.358 obligations convertibles en actions dont la maturité est de 5 ans. Chacune de ces obligations est convertible en 1 action de la Société.

Ces obligations ne sont pas susceptibles, à la date du présent rapport, d'avoir un caractère dilutif compte tenu de l'écart important qu'il existe entre le montant de leur nominal majoré des intérêts capitalisés (2,08 € au 31 mars 2019) et la valeur de l'action de la Société obtenue par les différentes méthodes mises en œuvre.

Nous retiendrons donc un nombre d'actions de 19.810.619.

3.1.3 Régime SIIC

La Société a opté pour le régime SIIC au cours de l'année 2006.

En cas de franchissement par REOF du seuil de 60% du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Offre, OFFICIIS ne bénéficierait plus du régime SIIC. Les déficits fiscaux constitués sur le secteur exonéré, non activés, seront définitivement perdus par la Société en cas de sortie du régime SIIC.

3.1.4 Expertises immobilières

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes annuels et semestriels, OFFICIIS mandate la société Jones Lang LaSalle AG (ci-après « l'Expert immobilier ») afin de donner un avis sur la valeur des immeubles détenus.

L'Expert immobilier réalise cette mission depuis l'arrêté des comptes du 1^{er} semestre de l'exercice 2014 / 2015.

L'Expert immobilier met en œuvre deux méthodes dans le cadre de ses travaux :

- **La méthode par capitalisation.** Cette méthode repose sur la capitalisation :
 - ✓ des loyers considérés comme étant ceux qui se pratiqueraient sur le marché ;
 - ✓ à un taux représentatif des transactions observées et tenant compte de la localisation et de la qualité du bien, de l'existence d'un bail et de sa durée et de la qualité du bailleur.

Cette méthode prend également en considération les écarts pouvant exister entre le loyer de marché et le loyer réel ainsi que les mesures d'accompagnement qui peuvent être accordées lors de la signature d'un bail (franchise, prise en charge de travaux).

- **La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie** (ci-après « DCF »). Cette méthode repose sur l'établissement de prévisions de flux de trésorerie de l'immeuble sur un horizon donné et sur une valeur de revente au terme de cet horizon. Ces éléments sont actualisés à un taux représentatif des risques supportés par les propriétaires de l'immeuble.

3.2 Méthodes d'évaluation et références écartées

3.2.1 Actif Net Comptable

Cette méthode vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et passifs réels qu'elle possède. Cette référence n'est généralement pas retenue car elle ne permet pas d'intégrer la totalité de la valeur des actifs incorporels générés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur.

Bien qu'OFFICIIS établisse ses comptes consolidés selon le référentiel IFRS et a opté pour la mise en valeur de marché de ses immeubles (IAS 40), la notion d'actif net comptable mêle des éléments valorisés selon une optique de continuité d'exploitation (par exemple, les dettes financières) et d'autres valorisés selon une optique de liquidation (par exemple, les immeubles en valeur de marché hors droits). Par ailleurs, elle est affectée par le traitement comptable qui est fait des instruments donnant accès au capital.

C'est pourquoi cette référence ne s'avère pas pertinente au cas présent.

A titre indicatif, l'actif net comptable consolidé par action s'élève à 0,24€ au 31 mars 2019.

3.2.2 Méthode des DCF

Cette méthode consiste à effectuer un plan d'affaires global sur la base, notamment, des prévisions effectuées sur chacun des actifs détenus et à actualiser les flux de trésorerie ainsi déterminés, à un taux qui reflète l'exigence de rendement des apporteurs de capitaux, compte tenu des risques non diversifiables qu'ils supportent.

Cette méthode s'avère redondante avec l'approche de l'ANR Triple Net EPRA (cf. § 3.3) car la méthode des DCF est l'une des deux méthodes retenues par les experts immobiliers pour évaluer individuellement les actifs immobiliers (cf. § 3.1.4).

En conséquence, cette méthode n'a pas été retenue.

3.2.3 Méthode de l'actualisation des flux de dividende

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

L'option pour le régime SIIC implique le respect d'obligations de distribution des résultats.

Toutefois, les pertes enregistrées par OFFICIIS la conduisent à disposer d'un important report à nouveau négatif qui ne lui permet pas d'envisager de distribuer des dividendes.

Cette méthode n'est donc pas appropriée pour évaluer OFFICIIS.

3.2.4 Référence au prix d'exercice de l'option détenue par TTC1 sur les titres OFFICIIS détenus par ZIHAG

Dans le cadre de la restructuration financière (cf. § 2.2.1), ZIHAG a accordé une promesse de vente à TTC1 portant sur les 5.765.375 actions OFFICIIS qu'elle détient.

Cette option est exercable pendant une durée de 5 ans, à compter du 1^{er} juillet 2015, sur la base d'un prix par action correspondant au montant le plus faible entre (a) l'ANR EPRA par action publié par OFFICIIS et (b) un montant dépendant du taux de vacance financière : 1€ pour l'intégralité des actions détenues par ZIHAG si ce taux est supérieur à 35%, 0,17€ par action si ce taux est compris entre 10% et 35% et 0,35€ par action si ce taux est inférieur à 10%.

Cette option d'achat est exercable uniquement par un tiers du choix de TTC1.

Par suite de la cession de l'immeuble Newtime, le taux de vacance financière d'OFFICIIS conduit à ce que cette promesse pourrait être exercée au prix de 1€ pour l'intégralité des actions OFFICIIS détenues par ZIHAG.

Les modalités d'exercice de cette options d'achat ayant été établies à une date éloignée (2015) et s'inscrivant dans un accord global comprenant, notamment, l'émission d'actions et des Obligations et le rachat du prêt subordonné non bancaire accordé par ZIHAG, elle ne constitue pas une référence pertinente dans le cadre de la présente Offre.

3.2.5 Référence aux objectifs de cours des analystes

Le titre OFFICIIS n'étant suivi par aucun analyste financier, cette référence ne peut pas être retenue.

3.3 ANR Triple Net EPRA – à titre principal

3.3.1 Principe

La méthode de l'ANR consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs d'une société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation.

Cette méthode s'avère pertinente dans le domaine immobilier car les actifs immobiliers présentent une valeur de marché autonome du reste du patrimoine détenue par leur propriétaire.

Il existe différentes modalités de mise en œuvre de la méthode de l’ANR dont on peut distinguer deux principales dans le domaine immobilier :

- **l’approche liquidative** qui consiste à valoriser les actifs dans une optique de cessation de l’activité, ce qui conduit, par exemple, à valoriser les actifs immobiliers sur la base des valeurs d’expertise droits déduits et les dettes financières sur la base de leur valeur de marché ;
- **l’approche de continuité de l’activité** qui consiste à valoriser les actifs dans l’optique d’une détention à long terme et parfois de reconstitution, ce qui conduit, par exemple, à ne pas réévaluer les dettes financières et à valoriser les actifs immobiliers sur la base des valeurs d’expertise droits inclus.

L’association européenne des sociétés foncières cotées¹⁷ à laquelle adhèrent la plupart des SIIC a défini des règles pour normaliser le calcul des ANR : l’ANR Triple Net EPRA correspond à une approche liquidative tandis que l’ANR EPRA peut être assimilée à une approche de continuation.

OFFICIIS établit un ANR dit de liquidation qui se rapproche de l’ANR Triple Net EPRA sans en respecter toutes les règles. En particulier, OFFICIIS ne réévalue pas ses dettes financières.

Nous avons cherché à déterminer l’ANR **Triple Net** EPRA d’OFFICIIS car il s’agit de la méthode de référence des sociétés foncières cotées.

Nous avons écarté en revanche la méthode de l’ANR EPRA car celle-ci suppose que les actionnaires sont en mesure d’appréhender la valeur droit inclus du patrimoine immobilier, ce qui suppose, notamment, qu’un acquéreur accepterait d’acquérir les titres de la société pour entrer en possession de son patrimoine et serait satisfait :

- de la composition du patrimoine existant¹⁸ ;
- de la structure financière mise en place¹⁹.

Toutefois, ces hypothèses se trouvent rarement vérifiées en pratique.

Nous nous sommes basés sur l’ANR publié à la date la plus proche du présent rapport, c’est-à-dire au 31 mars 2019. Cette approche s’avère favorable aux actionnaires minoritaires dans la mesure où l’ANR d’OFFICIIS se dégrade progressivement.

En effet, même si on fait l’hypothèse d’une réévaluation de l’immeuble le Magellan au taux d’actualisation retenu par l’Expert immobilier, cela représente un montant insuffisant pour couvrir les charges liées à cet immeuble pendant sa rénovation, les frais de fonctionnement de la Société et le coût de son endettement financier résiduel.

3.3.2 Détermination de l’ANR Triple Net EPRA

OFFICIIS établissant ses comptes en normes IFRS et ayant opté pour la mise en valeur de marché de son patrimoine immobilier, le calcul de son ANR Triple Net EPRA suppose la mise en valeur de marché de ses dettes financières par rapport aux calculs effectués dans son ANR de liquidation.

¹⁷ European Public Real Estate Association

¹⁸ Aucun arbitrage du patrimoine acquis, sur la base d’un prix de cession hors droits, ne serait réalisé.

¹⁹ Il ne supporterait donc aucun coût pour éventuellement rembourser certains prêts ou en mettre en place de nouveaux.

Ses dettes financières se décomposaient en trois éléments au 31 mars 2019 :

- un prêt hypothécaire sur l'immeuble NEWTIME ;
- le prêt subordonné non bancaire accordé par TTC1 ;
- les obligations convertibles en actions détenues par TTC1.

Compte tenu de l'échéance courte du prêt hypothécaire (le 15 mai 2019), nous l'avons valorisé sur la base de son montant nominal.

Le prêt subordonné non bancaire et les obligations convertibles ont été valorisées, à la date du 31 mars 2019, sur la base d'un modèle actuariel qui suppose de déterminer :

- leurs flux jusqu'à leur échéance en juillet 2020 ;
- le taux d'actualisation applicable.

a) Détermination des flux

Les flux du prêt subordonné non bancaire et des Obligations sont définis contractuellement. Toutefois, la situation financière d'OFFICIIS conduit à s'interroger sur sa capacité à rembourser ces prêts à leur échéance, en juillet 2020.

Nous avons donc procédé à une estimation du taux de recouvrement de ces prêts à la date de juillet 2020, sur la base de prévisions courant jusqu'en septembre 2021, qui nous ont été fournies par la Société.

Ces prévisions tiennent compte, en particulier, des frais liés à l'immeuble le Magellan pendant sa période de vacance, des frais de fonctionnement réduits du fait des cessions d'immeubles, des travaux de rénovation du Magellan, des frais financiers prévisionnels en tenant compte du remboursement partiel intervenu à la suite de la cession de l'immeuble Newtime et de la possibilité d'un refinancement hypothécaire de l'immeuble le Magellan.

A cet égard, OFFICIIS nous a informés des démarches relatives à la recherche de ce refinancement hypothécaire. Elle a interrogé un nombre important d'établissements bancaires, ainsi que TTC1, sur les conditions que pourraient prendre un tel refinancement. A la date du présent rapport, OFFICIIS n'a pas obtenu de réponse positive des établissements bancaires contactés mais a reçu une proposition de TTC1 portant sur un financement hypothécaire d'environ 21,5 M€²⁰ à un taux d'intérêt de 3,5%, permettant de solder le prêt subordonné non bancaire.

Par ailleurs, nous avons retenu l'hypothèse d'une progression de la valeur de l'immeuble le Magellan (y compris coûts des travaux de rénovation) sur la base du taux d'actualisation retenu par l'Expert immobilier.

Ces prévisions conduisent à une baisse régulière des capitaux propres d'OFFICIIS qui deviennent négatifs, ce qui signifie qu'elle ne sera pas en mesure de rembourser l'intégralité du prêt subordonné non bancaire et des OCA.

Sur la base de ces hypothèses :

²⁰ Soit un ratio d'environ 53% de la valeur estimée de l'immeuble le Magellan après réalisation des travaux.

- le taux de recouvrement du prêt subordonné non bancaire et des Obligations serait d’environ 91,8%, à la date de juillet 2020, en l’absence de refinancement hypothécaire du Magellan ;
- le taux de recouvrement du prêt subordonné non bancaire serait de 100% et celui des Obligations d’environ 91,8%, à la date du juillet 2020, sur la base de l’unique proposition de refinancement hypothécaire reçue à la date du présent rapport.

b) Détermination du taux d’actualisation

La détermination du taux d’actualisation du prêt subordonné non bancaire et des Obligations doit prendre en considération le fait qu’ils financent la quasi-totalité des actifs d’OFFICIIS : au 31 mars 2019, les fonds propres d’OFFICIIS s’élèvent à environ 2 M€²¹ après déduction de la composante en fonds propres des Obligations.

Les créanciers finançant la quasi-totalité de l’actif d’OFFICIIS, leur risque converge donc vers celui de cet actif. Par conséquent, nous avons retenu l’hypothèse que le taux d’actualisation du prêt subordonné non bancaire et des Obligations était équivalent à celui de l’immeuble le Magellan, le dernier actif détenu par OFFICIIS.

Nous avons donc retenu un taux d’actualisation des flux du prêt subordonné non bancaire et des Obligations de 7,1%. Ce taux est majoré dans le cas où il serait mis en place un refinancement hypothécaire de l’immeuble le Magellan, pour tenir compte du fait que le remboursement des Obligations deviendrait subordonné à celui du prêt hypothécaire.

c) Résultats

Nous avons estimé l’ANR Triple Net EPRA d’OFFICIIS :

- en testant l’hypothèse de réalisation d’un refinancement hypothécaire sur la base de la seule offre reçue à ce jour ;
- en effectuant une analyse de sensibilité au taux d’actualisation des dettes financières.

Tableau 4. Estimation de l’ANR Triple Net EPRA en € par action au 31 mars 2019

		Refinancement hypothécaire	
		Oui	Non
Taux actualisation	6,6%	0,15	0,15
	7,1%	0,15	0,15
	7,6%	0,16	0,16

L’ANR Triple Net EPRA par action est comprise dans une fourchette de 0,15 € à 0,16€.

Le Prix d’Offre des actions extériorise une **prime comprise entre 650% et 725%**.

²¹ L’immeuble le Magellan est valorisé à 31,8 M€ au 31 mars 2019. Si on ajoute les travaux de rénovation restant à réaliser, sa valeur est d’environ 40 M€.

3.4 Méthode des comparables boursiers – à titre principal

3.4.1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

3-4-2 Constitution de l'échantillon

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparables, nous avons identifié un échantillon de sociétés foncières conjuguant les caractéristiques suivantes :

- avoir opté pour le régime SIIC ;
- disposer d'un patrimoine immobilier composé en majorité de bureaux.

Notre échantillon est ainsi composé des 8 sociétés suivantes qui sont plus précisément décrites en annexe 2 : Foncière Inea, SCBSM, Acanthe, Société de la Tour Eiffel, Gecina, Covivio, Icade, Cegereal et Société Foncière Lyonnaise.

Il convient d'observer que la mise en œuvre de cette méthode est limitée par les éléments suivants :

- OFFICIIS détient un seul actif tandis que les sociétés comparables disposent d'un patrimoine diversifié ;
- OFFICIIS supporte un endettement financier élevé qui obère sa capacité à investir dans de nouveaux projets et ne peut donc pas créer de valeur par ce biais.

3-4-3 Choix du multiple utilisé pour la mise en œuvre de la méthode

Nous avons retenu comme multiple le rapport entre le cours de bourse et le dernier ANR Triple Net EPRA publié, ou lorsque la société ne publie pas de données EPRA, l'ANR de liquidation.

Nous avons mis en œuvre ce multiple selon deux modalités. D'une part, en calculant la moyenne et la médiane des multiples ressortant de notre échantillon. D'autre part, en effectuant une analyse de régression entre le multiple et le logarithme de la taille des sociétés, exprimée en millions d'euros.

Nous n'avons pas retenu de multiples basés sur le résultat net récurrent ou le dividende versé dans la mesure où OFFICIIS a affiché des pertes sur l'exercice 2018/2019 et n'a pas d'historique récent de distribution de dividende.

Le tableau 5 présente les multiples d'ANR des sociétés de notre échantillon. Il ressort que le multiple médian est de 85% et que les multiples des comparables paraissent corrélés à la taille.

Tableau 5. Multiples de l'échantillon de sociétés cotées comparables

En M€	Capitalisation boursière (M€)	Cours (1)	ANR(2)	Multiple
Foncière INEA	366	42,1	45,4 ⁽³⁾	0,93
SCBSM	93	6,9	12,3	0,57
Acanthe	79	0,5	0,9	0,60
Société de la Tour Eiffel	624	39,9	53,0	0,75
Gecina	10 197	136,3	160,5	0,85
Covivio	7 902	97,4	91,7	1,06
Icade	5 666	78,4	89,8	0,87
Cegereal	631	41,6	41,0	1,02
SFL	3 109	69,3	86,3	0,80
Moyenne				0,83
Médiane				0,85

(1) CMPV 20 jours au 24 mai 2019 ajusté du dividende

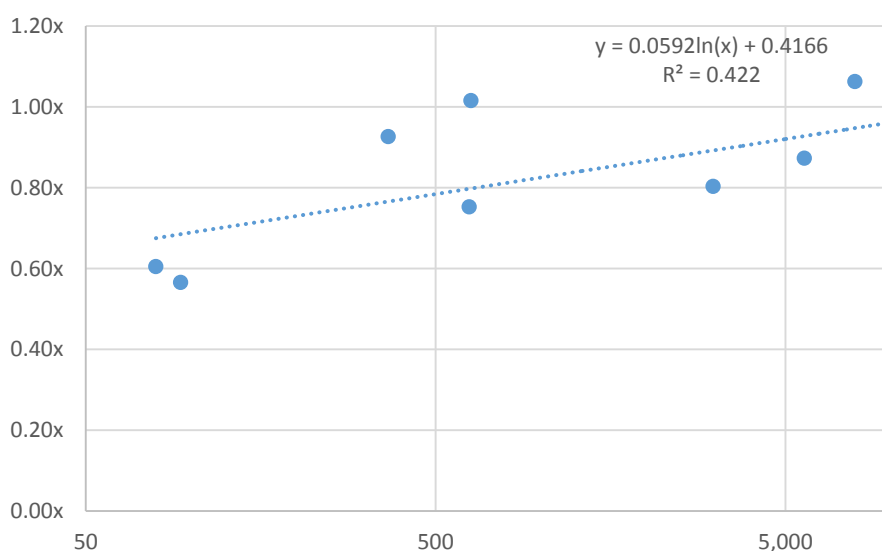
(2) ANR Triple Net EPRA et à défaut de liquidation

(3) Ajusté de l'augmentation de capital réalisé en 2019

Source : Bloomberg

Le graphique 1 confirme l'existence d'une corrélation entre le multiple d'ANR et la taille mesurée en millions d'euros avec un coefficient r^2 de 0,42.

Graph 1. Multiple d'ANR en fonction de la taille mesurée en M€ (échelle logarithmique)



L'application des paramètres de cette régression des multiples d'ANR en fonction de la taille des foncières conduirait, en considérant la capitalisation boursière d'OFFICIIS résultant de son cours

moyen pondéré par les volumes (ci-après « CMPV ») sur les 20 jours précédant l’annonce du Prix d’Offre, à un multiple²² de x0,53.

3-4-4 Résultats

La mise en œuvre de la méthode des multiples de comparables boursiers sur la base du multiple médian résultant de notre échantillon et de l’équation de régression conduit à une valeur de l’action OFFICIIS comprise entre **0,08€ et 0,13€**.

Il en résulte que le Prix d’Offre sur l’action fait ressortir une **prime comprise entre 823% et 1.388%**.

3.5 Méthode des transactions comparables – à titre principal

3.5.1 Principe

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. § 3.4), la méthode des transactions comparables repose sur l’hypothèse d’efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode résulte du fait que les références de prix ne sont pas inférées d’échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

La pertinence de cette méthode nécessite de disposer d’informations fiables et précises concernant les sociétés qui ont fait l’objet des transactions. Les transactions retenues impliquant souvent des sociétés non cotées, la qualité de l’information publique est fréquemment limitée.

Au cas d’espèce, les offres publiques menées sur les SIIC permettent de disposer de nombreuses transactions dont les données sont publiques pour mettre en œuvre cette méthode.

3.5.2 Constitution de l’échantillon et choix du multiple utilisé pour la mise en œuvre de la méthode

Afin de mettre en œuvre la méthode des transactions comparables, nous avons identifié un échantillon de sociétés foncières conjuguant les caractéristiques suivantes :

- avoir opté pour le régime SIIC ;
- avoir fait l’objet d’une offre comportant une composante en numéraire et qui a abouti.

Nous avons retenu comme multiple le rapport entre le prix d’offre en numéraire et l’ANR Triple Net EPRA.

²² Sur la base d’un CMPV 20 jours de 0,35 (cf. § 3.5), la capitalisation boursière d’OFFICIIS s’élève à 7 M€. L’application de l’équation de régression aboutit à un multiple de $0,0592 \times \ln(7) + 0,4166$.

Tableau 6. Multiples de l'échantillon de transactions comparables

Date	Cible	Initiateur	Type d'offre	Multiple ANR
déc-18	Selectirente	Tikehau	OPA	1,04x
déc-17	FDL	FDR	OPR-RO	1,73x
nov-17	ANF	Icade	OPAS	1,06x
oct-17	Paref	Fosun	OPAS	0,82x
sept-17	Eurosic	Gecina	OPAS/OPES	1,05x
avr-16	Foncière de Paris	Eurosic	OPA / OPE	1,08x
janv-16	Cegereal	Northwood	OPAS	1,00x
Médiane				1,05x
Moyenne				1,11x
Moyenne hors FDL				1,01x

Le multiple observé sur la société Foncière des Logements (FDL) apparaît relativement élevé par rapport aux autres transactions, ce qui semble résulter du fait que l'offre portait sur un flottant très étroit tandis que le cours de bourse, ayant servi de base à la fixation du prix d'offre, était déconnecté de l'ANR, qui avait diminué du fait d'importantes distributions de dividendes financées par la cession d'une partie du patrimoine.

Retenir le multiple médian de l'échantillon de x1,05 permet de neutraliser la prise en compte multiples de transaction atypiques.

3-5-3 Résultats

La méthode des transactions comparables conduit à une valeur par action de 0,16€. Le Prix d'Offre extériorise une prime de 649%.

3.6 Référence au cours de bourse – à titre principal

3.6.1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique ce qui suppose, en particulier, que l'action soit liquide, c'est-à-dire qu'elle puisse être échangée rapidement et à un faible coût.

3.6.2 Analyse de l'évolution du cours de bourse

Les actions OFFICIIS sont cotées sur le compartiment C du marché Euronext Paris, depuis 2006.

Nous décomposons l'analyse de l'évolution du cours de bourse en trois périodes :

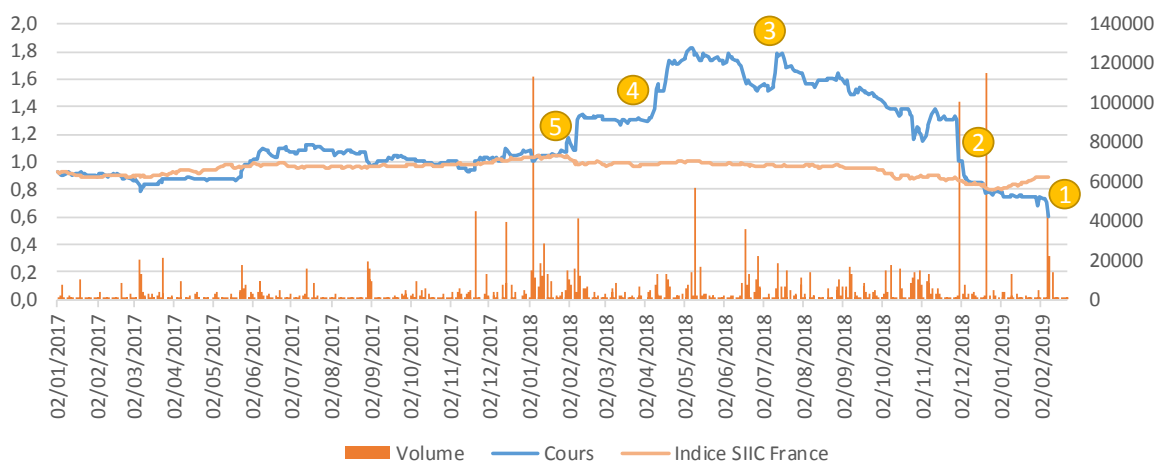
- du 2 janvier 2017 au 7 février 2019, soit le 1^{er} jour où le marché a été en mesure de prendre en compte l'annonce de la signature d'une promesse de vente de l'immeuble Newtime ;

- du 7 février 2019 au 26 avril 2019, soit le dernier jours d'échange avant l'annonce des résultats 2018/2019 et des termes de l'Offre ;
- du 3 mai 2019, soit la date de reprise de cotation après l'annonce des termes de l'Offre, jusqu'au 24 mai 2019.

a) Analyse du cours du 2 janvier 2017 au 7 février 2019

Le graphique 2 présente l'évolution du cours d'OFFICIIS du 2 janvier 2017 au 7 février 2019.

Graph 2. Evolution du cours d'OFFICIIS du 2 janvier 2017 au 7 février 2019



Date	Evènements
① 06/02/2019	Annonce de la signature d'une promesse de vente de l'immeuble Newtime
② 29/11/2018	Annonce des résultats du 1er semestre 2018 / 2019
③ 12/07/2018	Annonce des résultats de l'exercice 2017 / 2018
④ 10/04/2018	Regain spéculatif sans annonce
⑤ 07/02/2018	Annonce de l'arbitrage du Campus Ecosphère et offre article 236-6

Le cours de bourse d'OFFICIIS a peu évolué au cours de l'année 2017, fluctuant entre 0,79€ et 1,12€.

Son évolution a pris une tournure plus spéculative à partir du 7 février 2018, à la suite de l'annonce de l'arbitrage du Campus Ecosphère et de la perspective d'une possible offre en application de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF.

Après avoir augmenté de 1,10€ à 1,31€ le jour de cette annonce et d'être resté à un niveau proche de 1,3€ tout au long du mois de février 2018, le cours a repris sa progression au cours des mois d'avril et mai 2018, pour atteindre un cours d'environ 1,8€, dans des volumes d'échange élevés pour la valeur²³. Toutefois, aucune information nouvelle publiée au cours des mois d'avril et de mai n'était de nature à justifier cette nouvelle progression.

²³ La moyenne des volumes d'échange du mois d'avril et mai 2018 était supérieure, respectivement, d'environ +70% et +130% à celle constatée au cours de l'année 2017 (source données : Bloomberg).

Le cours d'OFFICIIS a légèrement consolidé au cours du mois de juin et jusqu'à la mi-juillet 2018 avant de retrouver un niveau de 1,8€, à la suite de l'annonce, le 12 juillet 2018, des résultats de l'exercice 2017 / 2018, confirmant un ANR dilué de 2,20€.

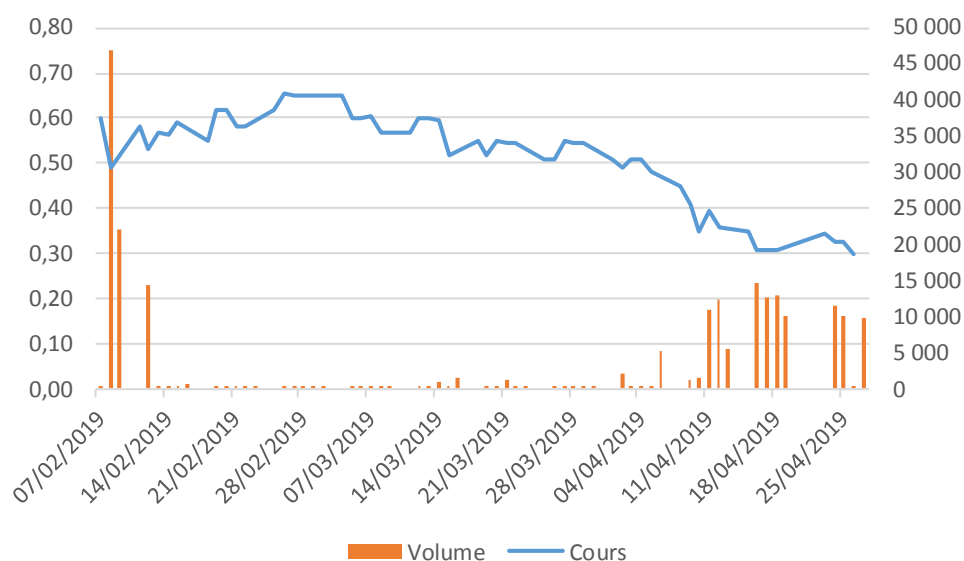
Le cours a ensuite subi une nouvelle érosion avant d'être impacté négativement :

- le 29 novembre 2018 (-23% dans un volume légèrement supérieur à 100.000 titres²⁴) par l'annonce des résultats du 1^{er} semestre de l'exercice 2018/2019 faisant apparaître une forte chute de l'ANR dilué à 1,22€ (et non dilué à 0,86€) ;
- le 6 février 2019 (-15% dans un volume de près de 47.000 titres²⁵) par l'annonce de la signature d'une promesse synallagmatique de vente de l'immeuble Newtime, pour un prix de cession net d'environ 152,3 M€, alors qu'il était évalué dans l'ANR au 30 septembre 2018 à 155,5 M€²⁶.

b) Analyse du cours du 7 février au 26 avril 2019

Le graphique 3 présente l'évolution du cours d'OFFICIIS du 7 février au 26 avril 2019.

Graph 3. Evolution du cours d'OFFICIIS du 7 février au 26 avril 2019



Le cours de bourse d'OFFICIIS a mis du temps à s'ajuster à l'annonce du prix net de cession de l'immeuble Newtime et à la forte chute prévisible de l'ANR de liquidation de la Société résultant (i) de ce prix net de cession mais (ii) du coût de portage négatif de son patrimoine immobilier.

²⁴ Source : Bloomberg.

²⁵ Source : Bloomberg.

²⁶ La différence entre le prix de vente net de l'immeuble de NEWTIME, annoncé dans le communiqué du 6 février 2019, et la valeur retenue dans l'ANR d'OFFICIIS était certes peu élevée (environ 2,0%). Toutefois, cela avait un impact important sur l'ANR d'OFFICIIS, compte tenu de son niveau d'endettement.

Cet écart représentait, en effet, 19% de son ANR de liquidation du 30 septembre 2018, soit [155,5 M€ - 152,3 M€] / 17,0 M€.

Après avoir chuté de 0,71€ à 0,60€ le jour de l'annonce, le cours a, en effet, de nouveau progressé vers 0,65€ début mars 2019 et, finalement, à partir de début avril 2019, baissé vers des niveaux plus proches de l'ANR de liquidation de la Société au 31 mars 2019.

Le cours de l'action OFFICIIS a finalement clôturé à 0,30€ le 26 avril.

La déconnexion entre l'évolution du cours de l'action OFFICIIS, sur la période du 7 février au 26 avril 2019, et l'ANR de liquidation dilué, publié le 30 avril 2019, (soit 0,10€) peut s'expliquer par plusieurs facteurs :

1/ La difficulté pour les actionnaires minoritaires d'anticiper le niveau de l'ANR de liquidation au 31 mars 2019.

2/ La faible liquidité du titre qui limite les opérations d'arbitrage permettant l'intégration de l'ensemble des informations pertinentes relatives à la société dans son cours.

Dans une telle configuration, le cours de bourse est, en effet, susceptible de refléter les opinions les plus optimistes des investisseurs et d'être biaisé vers le haut par rapport à sa valeur intrinsèque²⁷.

3/ La perspective d'un Prix d'Offre pour les actions intégrant une forte prime par rapport au critère de l'ANR, comme ce qui avait été constaté sur la société FDL (cf. § 3.5).

4/ Le caractère asymétrique entre les gains et les pertes supportés par un actionnaire lorsqu'une société est fortement endettée (cf. § 2.2.1 et 3.7).

Dans un tel cas, la valeur d'une action s'apparente, en effet, à celle d'une option d'achat dont la valeur se décompose entre une valeur intrinsèque, représentative des actifs sous-jacents, et une valeur temps liée à l'espérance d'une variation positive de la valeur de l'actif sous-jacent de la société, tandis que l'impact d'une variation négative devient limité.

c) Analyse du cours du 3 au 24 mai 2019

Le cours d'OFFICIIS s'est pratiquement immédiatement aligné sur le niveau du Prix d'Offre pour les actions le 3 mai, en clôturant à 1,14€.

Depuis, il évolue dans une fourchette relativement étroite (entre 1,15€ et 1,17€), sans avoir dépassé le Prix d'Offre, dans des volumes relativement importants pour cette valeur²⁸.

d) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse

La référence au cours de bourse est pertinente si elle se base sur des cours qui intègrent l'ensemble de l'information disponible sur une société.

Au cas d'espèce, cela suppose d'analyser les références au cours de bourse depuis le 7 février 2019, première séance au cours de laquelle l'annonce de la signature d'une promesse de vente sur l'immeuble Newtime a pu être intégrée par le marché, et jusqu'au 26 avril 2019, dernier jour d'échange avant l'annonce du Prix d'Offre.

²⁷ Cf. Miller, E.M., Risk, uncertainty and divergence of opinion, Journal of Finance, vol. 32, 1977.

²⁸ Le volume moyen d'échange sur le titre OFFICIIS a été égal, entre le 3 et le 24 mai 2019, à environ 5 fois le volume moyen constaté en 2017 (source des données : Bloomberg).

Nous relevons, toutefois, que même en restreignant notre analyse sur cette période de temps, la référence au cours de bourse est sujette à des biais liés en particulier :

- à la faible liquidité du titre :
 - ✓ le flottant se limite à environ 14% du capital ;
 - ✓ les volumes d'échange ont représenté 41% du flottant sur une période de 250 jours précédant l'annonce de la signature de la promesse de cession de l'immeuble NEWTIME ;
 - ✓ les volumes d'échange ont représenté 35% du flottant (sur une base ramenée à 250 jours) sur la période de 55 jours entre l'annonce de la signature de la promesse et la veille de l'annonce du Prix d'Offre ;
- aux anticipations des investisseurs concernant le Prix d'Offre ;
- à l'impossibilité pour les cours que nous retenons d'intégrer la réaction des investisseurs à l'annonce des résultats 2018/2019, qui ont été communiqués en même temps que le Prix d'Offre.

Sous ces réserves, le tableau 7 fait apparaître que le cours de bourse s'élevait le 26 avril 2019 à 0,30€ tandis que le cours moyen pondéré par les volumes sur 20 jours se montait à 0,35€ et sur 55 jours à 0,44€²⁹.

Tableau 7. Analyse de la référence au cours de bourse d'OFFICIIS

En € par action	Spot	Moyenne	
	Au 26/04/19	20 jours	55 jours
CMPV (en €)	0,30	0,35	0,44
+ haut (en €)		0,55	0,66
+ bas (en €)		0,30	0,30
Prime induite par rapport au Prix d'Offre	300%	244%	172%
Volume moyen de titres	NA	6 120	3 873
Volume cumulé de titres	1	122 409	213 008
Rotation du flottant	NS	4,4%	7,7%

Source : Bloomberg

Le Prix d'Offre sur les actions fait ainsi ressortir des **primes comprises entre 173% et 300% par rapport à ces références au cours de bourse.**

²⁹ A titre d'information, nous relevons que le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours ressort à 0,45€ ce qui fait ressortir une prime de 169%.

3.7 Assimilation de l'action à une option d'achat – à titre secondaire

3.7.1 Principe

Comme nous l'avons souligné précédemment, les actions d'une société peuvent être assimilées à des options d'achat sur l'actif sous-jacent de cette société dont le prix d'exercice serait le montant de sa dette.

Cette approche permet de prendre en compte l'asymétrie dont bénéficient les actionnaires :

- leur responsabilité est, en principe, limitée à leurs apports ;
Cela signifie qu'en cas de diminution de la valeur de l'actif sous-jacent, les actionnaires ne peuvent pas perdre plus que leur apport.
- ils bénéficient sans limites de la hausse de la valeur de l'actif sous-jacent.

Cette approche est particulièrement pertinente dans le cas d'une société en difficulté disposant d'une dette élevée car cette asymétrie est encore accentuée :

- la valeur de l'apport des actionnaires est fortement dépréciée, ce qui limite leurs pertes en cas de fluctuation négative de la valeur du sous-jacent ;
- en revanche, les fluctuations positives de la valeur du sous-jacent ont un impact extrêmement important sur la valeur des actions du fait de l'effet de levier de la dette.

Cette approche trouve, toutefois, sa limite dans le fait que l'actif sous-jacent à l'option est un actif réel, dont la valeur n'est appréhendable par les actionnaires qu'au terme d'un délai de cession, durant lequel sa valeur peut avoir évolué défavorablement.

Pour l'exprimer autrement, dans le cas où le sous-jacent de l'option est un actif réel, la création de valeur résultant d'une évolution positive de sa valeur peut nécessiter d'effectuer une transaction sur celui-ci. Le temps que cette transaction s'effectue, la création de valeur observée peut avoir disparu du fait d'une évolution négative de la valeur du sous-jacent. On peut noter que les conditions de cession du Campus Ecosphère illustrent ce type de risque.

C'est pourquoi cette approche est mise en œuvre à titre secondaire.

3.7.2 Modélisation de l'option d'achat et paramètres de valorisation retenus

Nous avons modélisé l'option d'achat en considérant que :

- l'actif sous-jacent correspond à l'immeuble le Magellan y compris les travaux en cours de réalisation ;
- le prix d'exercice correspond à l'estimation de la dette financière nette d'OFFICIIS au 31 juillet 2020 sur la base des prévisions fournies ;
- l'échéance de l'option est le 31 juillet 2020, soit la date d'échéance du prêt subordonné non bancaire et des Obligations ;

- la volatilité correspond à la volatilité historique moyenne des actions de notre échantillon de sociétés comparables, sur une durée correspondant à la durée de vie résiduelle de l'option ;

A cet égard, il convient de noter que la volatilité anticipée de la valeur d'un actif comme le Magellan est difficilement observable, même si on se réfère aux estimations passées de l'Expert immobilier. La volatilité historique des actions de notre échantillon peut s'écarter de la volatilité anticipée d'un actif immobilier spécifique pour les raisons suivantes :

- ✓ L'actif sous-jacent des sociétés de notre échantillon correspond à un portefeuille d'actifs dont la volatilité est inférieure à celle d'un seul actif du fait de la diversification des risques.
- ✓ A contrario, la volatilité des actions d'une société foncière est supérieure à celle de son actif sous-jacent du fait de l'effet de levier de la dette.

La volatilité historique moyenne de notre échantillon s'élève à 18%. Nous avons effectué une analyse de sensibilité avec une volatilité de 26% correspondant au niveau historique de volatilité le plus élevé constaté sur notre échantillon.

- le taux sans risque a été calculé sur la base de la référence aux taux des obligations d'Etat et aux bons du trésor (cf. § 4.3.2) ;
- le taux de dividende, dans cette modélisation, correspondrait aux décaissements susceptibles d'intervenir d'ici le 31 juillet 2020.

Le prix d'exercice étant égal à la dette financière nette au 31 juillet 2020, il prend en compte l'ensemble de ces décaissements. Le taux de dividende retenu est donc nul.

3.7.3 Résultats

La valorisation des actions d'OFFICIIS sur la base d'un modèle optionnel aboutit à une valorisation comprise :

- entre 0,04€ et 0,10€ en l'absence de refinancement hypothécaire ;
- entre 0,06€ et 0,12€ sur la base de la proposition de refinancement hypothécaire reçu à la date du présent rapport.

Le Prix d'Offre des actions extériorise une prime comprise entre 886% et 2846%.

3.8 Synthèse des éléments de valorisation

Le tableau suivant résume les primes que le Prix d’Offre des actions extériorise par rapport aux résultats des méthodes que nous avons mises en œuvre :

Tableau 8. Synthèse des primes par rapport au Prix d’Offre

	Résultats			Primes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
ANR Triple Net EPRA	0,15	0,15	0,16	725%	689%	650%
Comparables boursiers	0,08		0,13	1388%		823%
Transactions comparables		0,16			649%	
Cours de bourse	0,30	0,35	0,44	300%	244%	172%
A titre secondaire						
Option d'achat	0,04		0,12	2846%		886%

4. Evaluation des Obligations

Après avoir présenté les caractéristiques des Obligations (4.1.), nous analyserons les différentes alternatives qui s'offrent à leurs détenteurs dans le cadre de l'Offre : convertir les Obligations puis apporter les titres ainsi obtenus à l'Offre (4.2.) ou conserver les Obligations afin de continuer à bénéficier de leur valeur théorique (4.3.).

4.1 Présentation des caractéristiques des Obligations

OFFICIIS a émis 13.522.358 obligations convertibles, dans le cadre de la restructuration financière mise en place en juillet 2015, qui sont toujours en circulation dans leur intégralité.

Les caractéristiques des Obligations sont décrites dans la note d'opération ayant obtenu le visa n°15-402 en date du 22 juillet 2015.

Les principales caractéristiques des Obligations pertinentes dans le cadre de leur évaluation sont les suivantes :

- 1/ La valeur nominale unitaire des Obligations est de 1,54€.
- 2/ Elles portent intérêt au taux nominal annuel de 8,5% depuis le 31 juillet 2015. Ces intérêts sont capitalisés sur une base annuelle. La Société dispose de la faculté de procéder, à tout moment, au remboursement, en tout ou partie, des intérêts capitalisés. Toutefois, la Société n'a jamais utilisé cette faculté, à la date du présent rapport.
- 3/ A moins qu'elles n'aient été amorties de façon anticipée ou converties, les Obligations sont remboursables, en totalité, le 31 juillet 2020, sur la base de leur valeur nominale majorée des intérêts capitalisés qui n'auraient pas été payés.
- 4/ Les Obligations sont remboursables de manière anticipée en cas de défaut de paiement, de défaut de paiement croisé ou de jugement ordonnant la liquidation ou la cession totale des actifs de la Société.
- 5/ Les Obligations peuvent être converties sur la base d'un ratio d'une action pour une obligation, hors cas d'ajustement du ratio de conversion. La conversion est réalisée par voie de compensation avec la créance obligataire, ce qui signifie que les intérêts capitalisés ne sont pas payés en cas de conversion.
- 6/ La note d'opération ne prévoit pas de ratio de conversion ajusté en cas de lancement d'une offre publique sur OFFICIIS.

Les Obligations ont été souscrites dans leur intégralité par TTC1 et n'ont jamais été admises à la cotation sur un marché réglementé ou sur un quelconque marché.

4.2 Valorisation des Obligations en cas de conversion

Le détenteur des Obligations aura la possibilité :

- de les convertir en actions pendant la durée de l'Offre ;
- d'apporter les actions ainsi obtenue à l'Offre ;
- d'encaisser le Prix d'Offre pour les actions de 1,20€.

La valeur unitaire des Obligations en cas de conversion s'élève donc à 1,20€ à la faveur de l'Offre.

Le Prix d'Offre de 2,05€ pour les Obligations extériorise une **prime de +71%** par rapport à la valeur de conversion dans le cadre de l'Offre.

4.3 Valeur théorique des Obligations

4.3.1 Méthodologie

La valeur d'une obligation convertible en actions peut être décomposée entre :

- un **plancher obligataire**, c'est-à-dire la valeur actualisée des flux futurs que l'obligation est susceptible de générer en l'absence de conversion ;
- une **composante optionnelle** valorisant le droit de convertir l'obligation en actions de la Société en contrepartie de l'abandon du plancher obligataire.

4.3.2 Valorisation du plancher obligataire

Nous avons évalué le plancher obligataire en mettant en œuvre une approche actuarielle consistant à (i) déterminer l'espérance des flux futurs de l'obligation et (ii) actualiser ces flux à un taux représentatif du risque supporté par leur détenteur.

Pour se faire, nous avons retenu des paramètres de valorisation identiques à ceux retenus pour mettre en valeur de marché la dette financière de la Société au 31 mars 2019, étant noté que la date d'évaluation retenue ici est le 24 mai 2019.

Ces paramètres sont présentés au paragraphe 3.3.

Le plancher obligataire s'inscrit dans une fourchette de 1,93€ à 1,96€ selon que l'on retienne ou non l'hypothèse d'un refinancement hypothécaire de l'immeuble le Magellan et une sensibilité au taux d'actualisation de +/- 0,5%.

4.3.3 Valorisation de la composante optionnelle

La composante optionnelle des Obligations vise à valoriser l'espérance de gain lié au fait que la dynamique d'évolution de l'action pourrait conduire à ce que son cours devienne supérieur au plancher obligataire d'ici à leur échéance.

Cette composante a été déterminée sur la base d'un modèle binomial tenant compte des paramètres suivants :

a) Durée de vie résiduelle

L'échéance des Obligations étant au 31 juillet 2020, leur durée de vie résiduelle, à la date du 24 mai 2019, s'établit à 1,19 année.

b) Valeur du sous-jacent

Nous retiendrons l'ANR de liquidation calculé par la société, soit 0,10€, comme valeur du sous-jacent pour l'évaluation des Obligations pour les raisons suivantes :

- Le cours de bourse à la date du 26 avril 2019, dernière date disponible avant la communication du Prix d'Offre, n'intégrait pas les résultats de l'exercice 2018 / 2019 et reflétait, en revanche, une dimension spéculative liée à l'annonce des caractéristiques de l'Offre à venir.

C'est pourquoi nous ne retenons pas le cours de bourse au 26 avril 2019 ni les cours moyens calculés à cette date comme valeur du sous-jacent pour la valorisation des Obligations.

- L'ANR Triple Net EPRA que nous avons déterminé (0,15€) diffère de l'ANR de liquidation calculé par la Société (0,10€) par la mise en valeur de marché des dettes financières. L'impact positif de cette dernière résulte du fait que la valeur de marché des dettes financières est inférieure à la valeur pour laquelle elles sont retenues dans les comptes permettant de calculer l'ANR de liquidation.

Or, pour qu'intervienne une conversion des Obligations, il serait nécessaire que se produise une très forte progression de l'ANR, incompatible avec une situation où la valeur de marché des dettes financières est inférieure à leur valeur dans les comptes en raison du risque qu'elles ne soient pas remboursées en totalité.

L'ANR Triple Net EPRA ne constitue donc pas une référence pertinente pour déterminer la valeur du sous-jacent dans le cadre de la valorisation des Obligations.

c) Volatilité de l'action OFFICIIS

La volatilité à retenir pour l'évaluation de la composante optionnelle devrait être la volatilité anticipée par les investisseurs. Cependant, celle-ci n'est pas observable sur les marchés.

Nous avons donc retenu la volatilité historique du cours de l'action OFFICIIS sur une période équivalente à la maturité résiduelle des Obligations à la date du 26 avril 2019.

Cette volatilité s'élève à 63%.

d) Taux de dividende

Compte tenu de la structure financière de la Société et en particulier de son report à nouveau déficitaire, nous avons retenu un taux de dividende anticipé de 0%.

e) Taux sans risque

Nous avons retenu une interpolation entre le taux des obligations d'Etat français à deux ans et le taux des bons du trésor français à un an, soit 0,58%.

f) Marge de repo

Compte tenu de la faible taille d'OFFICIIS en termes de capitalisation boursière et de la faible liquidité de son titre, nous avons retenu une marge de repo de 5,0%.

g) Résultats

La valeur de la composante optionnelle des Obligations est nulle sur la base des paramètres retenus et quelle que soit l'analyse de sensibilité réalisée.

En effet, la probabilité que les Obligations soient converties à leur échéance est inférieure à 0,0001%³⁰.

4.3.4 Résultats

La valeur théorique de l’Obligataire est comprise dans une fourchette de 1,93€ à 1,96€.

Le Prix d’Offre des Obligations fait donc ressortir une prime comprise entre 4,6% et 6,1%.

4.4 Synthèse des éléments de valorisation

Le tableau suivant résume les primes que le Prix d’Offre des Obligations extériorise par rapport aux résultats des méthodes que nous avons mises en œuvre :

Tableau 9. Synthèse des primes par rapport au Prix d’Offre

	Résultats			Primes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Valeur de conversion		1,20			70,8%	
Valeur théorique	1,93		1,96	6,1%		4,6%

³⁰ Cette probabilité correspond au coefficient $N(d_2)$ de la formule de Black & Scholes sur la base des paramètres que nous avons retenus.

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre établi par la Banque présentatrice

Rothschild Martin Maurel (ci-après la « **Banque présentatrice** ») a préparé les éléments d'appréciation des Prix d'offre. La comparaison des résultats de nos travaux est successivement présentée pour les actions et les Obligations.

Tableau 10. Comparaison des résultats des travaux d'évaluation sur les actions

En € par action	Banque présentatrice			Expert Indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Actif net réévalué		0,10		0,15	0,15	0,16
Comparables boursiers		0,09		0,08		0,13
Transactions comparables		0,11			0,16	
Cours de bourse	0,30		1,17	0,30	0,35	0,44
A titre secondaire						
Option d'achat				0,04		0,12

Tableau 11. Comparaison des résultats des travaux d'évaluation sur les Obligations

En € par action	Banque présentatrice			Expert Indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Valeur de conversion					1,20	
Valeur théorique		1,90		1,93		1,96
Valeur de recouvrement		1,90				

5.1 Analyse des éléments d'appréciation de la valeur des actions

5.1.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par la Banque présentatrice à l'exception du fait que nous avons mis en œuvre, à titre secondaire, une méthode basée sur la valorisation des actions en les assimilant à des options d'achat.

5.1.2 Mise en œuvre des méthodes et références

La principale différence que nous observons entre nos travaux et ceux de la Banque présentatrice résulte du fait que nous avons retenu un ANR Triple Net EPRA au 31 mars 2019, tenant compte de la valeur de marché des dettes financières d'OFFICIIS, alors que la Banque présentatrice s'est basée sur l'ANR de liquidation publié par la Société.

Cet écart méthodologique se répercute dans nos résultats respectifs concernant les méthodes de comparables boursiers et de transactions comparables, car l'ANR au 31 mars 2019 sert de base à la mise en œuvre de ces méthodes.

Nos observons également les différences suivantes dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

- Notre échantillon diffère en ce que nous n'avons pas retenu la société PAREF tandis que la Banque présentatrice n'a pas retenu les sociétés ICADE et SCBSM.
- Nous avons calculé nos multiples sur la base d'un CMPV 20 jours tandis que la Banque présentatrice a retenu un cours spot.
- La Banque présentatrice a retenu le multiple médian de son échantillon alors que nous avons également procédé à une régression de ces multiples par rapports à la taille des sociétés comparables.

Enfin, nous relevons que l'échantillon de transactions comparables de la Banque présentatrice compte une transaction supplémentaire car elle a constitué celui-ci en retenant l'année 2015 alors que notre échantillon est construit sur la période 2016 / 2019.

5.2 Analyse des éléments d'appréciation de la valeur des Obligations

5.2.1 Choix des critères d'évaluation

Deux différences peuvent être relevées concernant les critères d'évaluation mis en œuvre.

D'une part, nous avons retenu la valeur de conversion des Obligations. La Banque présentatrice ne retient pas cette approche au motif que les détenteurs d'Obligations n'ont pas d'intérêt à les convertir, compte tenu de l'offre concomitante existante sur les Obligations.

D'autre part, la Banque présentatrice a retenu une valeur de recouvrement correspondant à la valeur du plancher obligataire. Nous considérons que cette approche est indissociable de la valeur théorique qui comprend également la valeur de conversion.

5.2.2 Mise en œuvre des méthodes et références

Nous avons relevé deux différences dans la mise en œuvre de la méthode de la valeur théorique :

- la Banque présentatrice retient un taux de recouvrement de 89% tandis que nous obtenons un taux de 92% ;

Cette différence s'explique par le fait que (i) nous projetons la valeur de l'immeuble le Magellan en capitalisant l'ensemble des travaux à partir du 31 mars 2019 et (ii) nous tenons compte de la valeur des autres actifs et passifs résiduels de la Société.

- nous avons modulé le taux d'actualisation de 7,1% à partir de la date de prise en compte d'un potentiel refinancement hypothécaire.

6. Contacts avec des tiers

Nous n'avons pas eu d'échanges directement avec des tiers concernant l'Offre. Toutefois, la Société nous a adressé des courriers qu'elle avait reçus d'actionnaires minoritaires depuis que le principe de lancement d'une offre est connu.

Nous avons examiné et apprécié l'ensemble des arguments d'ordre financier résultant de ces écrits. Les principaux arguments, associés, le cas échéant, aux paragraphes du présent rapport abordant ces arguments, sont les suivants :

- le taux d'intérêt des obligations convertibles émises en juillet 2015 ;
- l'absence de négociation de l'échéance du prêt subordonné non bancaire lors de la restructuration financière et l'augmentation du taux d'intérêt de ce prêt en septembre 2016 ;
- le processus d'arbitrage du Campus Ecosphère sous différents angles (§ 2.2.3 et 2.2.4) :
 - ✓ le processus de réflexion ayant conduit à cet arbitrage ;
 - ✓ les motifs pris en considération pour procéder à cet arbitrage ;
 - ✓ l'opportunité de conserver l'immeuble Newtime plutôt que le céder après la constatation d'un prix de cession à une valeur inférieure à celle retenue dans les comptes sur la base des expertises immobilières ;
 - ✓ le réinvestissement du produit de cession de cet arbitrage dans de nouveaux projets ;
- la date à laquelle la présente offre aurait dû être lancée ;
- la fluctuation de la valorisation de l'immeuble Newtime dans le cadre du processus de cession du campus Ecosphère (§ 2.2.4).

Nous précisons, concernant le prêt subordonné non bancaire, que nous avons analysé les remboursements partiels intervenus depuis l'annonce de l'arbitrage du Campus Ecosphère et les hypothèses prévisionnelles retenues à cet égard. Nous n'avons pas relevé d'élément de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

Nous observons par ailleurs qu'aux termes de l'article 262-1 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* » (gras ajouté par nous). Dès lors, les problématiques invoquées par les actionnaires minoritaires ne relèvent que partiellement de la présente expertise ; en sont exclus en particulier les sujets liés :

- à la restructuration financière de juillet 2015, qui a fait l'objet d'une attestation d'équité qui a conclu positivement à son caractère équitable ;
- à la modification du taux du prêt subordonné non bancaire de septembre 2016, qui a fait l'objet d'un rapport d'analyse de la conformité aux pratiques de marché de ces conditions modifiées qui a conclu positivement ;
- au modèle économique et à la gestion de la Société ;

- à la date à laquelle l’Offre devait être lancée en application de l’article 236-6 du Règlement général de l’AMF.

Le présent rapport répond, de notre point de vue, aux arguments auxquels nous avons eu connaissance, pour autant qu’ils concernent la mission d’expertise indépendante portant sur les conditions financières de l’Offre.

7. Conclusion

Notre rapport est établi dans le cadre de l’appréciation du caractère équitable des conditions financières de l’offre publique de retrait initiée par REOF sur les actions, au prix unitaire de 1,20€, et sur les Obligations, au prix unitaire de 2,05€, pouvant être suivie d’un retrait obligatoire.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- Le Prix d’Offre des actions extériorise des primes très significatives sur l’ensemble des méthodes et références que nous avons considérées à titre principal ou à titre secondaire.
- En particulier, la méthode de l’ANR Triple Net EPRA, qui constitue une référence dans l’appréciation des offres sur les sociétés foncières, fait ressortir une prime comprise entre 650% et 725% sur le niveau de cet agrégat à la date du 31 mars 2019. A cet égard, l’appréciation des primes sur la base de l’ANR au 31 mars 2019 apparaît favorable aux actionnaires dans la mesure où son niveau est appelé à diminuer régulièrement dans le temps.
- Le Prix d’Offre des Obligations fait apparaître une prime comprise entre +4,6% et +6,1% par rapport à la valeur théorique des Obligations et de 71% par rapport à leur valeur de conversion dans le cadre de l’Offre.
- Selon notre analyse, il n’existe pas d’accord connexe à l’Offre susceptible de remettre en cause l’égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur ces bases, nous sommes d’avis que :

- le Prix d’Offre des actions de 1,20€ est équitable d’un point de vue financier pour les actionnaires ;
- le Prix d’Offre des Obligations de 2,05€ est équitable d’un point de vue financier pour les détenteurs d’Obligations.

Cet avis s’applique dans le cadre de l’offre publique de retrait ainsi qu’en cas de mise en œuvre d’un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 4 juin 2019

L’expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Teddy Guerineau

Didier Kling

Annexe 1 : Présentation de l’Expert Indépendant et déroulement de l’expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d’expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d’apports et de fusions,
- Expertise judiciaire,
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés disposent d’une expérience significative dans les missions d’opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Didier KLING (Président) et Teddy GUERINEAU (Associé) ont été assistés par un analyste du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Guy JACQUOT, expert près de la Cour d’appel de Paris et président de la Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Diagnostic.

Liste des missions d’expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l’offre publique d’achat volontaire, éventuellement suivie d’un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.

Déclaration d’indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son Président, ses associés et ses collaborateurs n’ont pas de conflit d’intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d’Offre, objet du présent rapport, au sens de l’article 261-4 du Règlement général de l’AMF et de l’instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006, en particulier, ils :

- n’entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l’Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d’affecter leur indépendance ;

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société OFFICIIS au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

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

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçu par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'établit à 75.000 euros hors taxes.

Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre des actions et des Obligations

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Actif Triple Net EPRA :
 - ✓ Analyse du calcul et de l'évolution de l'ANR de liquidation publié par la Société
 - ✓ Revue des expertises immobilières
 - ✓ Détermination de la valeur de marché des dettes financières
- Référence au cours de bourse :
 - ✓ Analyse de la liquidité du titre et des principaux événements ayant affecté le cours de bourse
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Construction des échantillons de comparables
 - ✓ Détermination des multiples des comparables
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application des méthodes de comparables
 - ✓ Evaluation de la Société par application des multiples retenus
- Assimilation de l'action à une option d'achat :
 - ✓ Modélisation de l'option
 - ✓ Détermination des paramètres d'évaluation
- Détermination de la valeur théorique des Obligations
 - ✓ Modélisation de l'option de conversion
 - ✓ Détermination des paramètres d'évaluation
- Analyse des travaux de la Banque présentatrice

Réunion avec les administrateurs indépendants

Elaboration du rapport

- ✓ Rédaction d'un projet de rapport
- ✓ Revue indépendante
- ✓ Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société

Calendrier de l'étude

Le Conseil d'administration d'OFFICIIS a nommé le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 29 mars 2019.

Notre mission s'est déroulée du 30 mars 2019 au 4 juin 2019. Les principaux points d'étapes ont été les suivants :

- ✓ 30 mars au 17 mai : recueil de l’information requise pour apprécier l’équité de l’Offre, réalisation des travaux d’analyse et échange avec la Société et la Banque présentatrice
- ✓ 20 mai au 31 mai : finalisation des travaux d’évaluation et rédaction du projet de rapport
- ✓ 20 mai, 24 mai et 28 mai : réunions avec le comité ad hoc des administrateurs indépendants
- ✓ 23 mai : remise du premier projet de rapport d’évaluation de la Banque présentatrice
- ✓ 31 mai 2019 : remise du projet de rapport d’expertise indépendante
- ✓ 4 juin 2019 : remise du rapport d’expertise indépendante et présentation des conclusions au Conseil d’administration de la Société

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- ✓ OFFICIIS

M. Pierre ESSIG, Directeur Général

Mme Muriel AUBRY, administratrice indépendante

M. Alexandre GRUCA, administrateur indépendant

- ✓ Transaction R&Co

M. Arnaud SAINT-CLAIR, Banquier d’affaires

M. Nicolas AFTIMOS, Assistant Director

- ✓ Rothschild Transactions Immobilières

M. Edouard Corbière, Associé Gérant

- ✓ JLL Expertises

M. Christophe ADAM, Directeur Expertises France

M. Xavier JUMEZ, Team Manager

- ✓ CBRE

M. Jérôme DE LABOULAYE, Director

- ✓ REOF

Mme Claude LUTZ, Gérante

- ✓ Allen & Overy

Me Frédéric JUNGELS, Associé

Me Catherine MAISON-BLANCHE, Senior Consultant

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentation juridique

- ✓ Procès-verbaux du Conseil d’administration de 2016 à 2019
- ✓ Procès-verbaux de l’Assemblée Générale des actionnaires de 2016 à 2018
- ✓ Projets de note d’information et en réponse
- ✓ Promesse synallagmatique de vente sous conditions suspensives de l’immeuble Newtime

- ✓ Intra-group facility agreement du 4 février 2015 et avenants 1 à 5
- ✓ Intra-group facility agreement du 31 juillet 2017 et avenant 1

Documentation comptable et financière

- ✓ Etats financiers semestriels et annuels de la Société (exercices 2013/2014 à 2018/2019)
- ✓ Communiqués financiers de la Société de 2017 à 2019
- ✓ Rapports d’évaluation de l’Expert immobilier
- ✓ Prévisions de trésorerie établies par la Société
- ✓ Rapport d’évaluation de la Banque présentatrice
- ✓ Note d’opération n°15-402 en date du 22 juillet 2015
- ✓ Rapport d’expertise indépendante de juin 2015
- ✓ Rapport sur l’évolution des conditions financières du prêt subordonné non bancaire de juillet 2016
- ✓ Rapport sur l’analyse des options stratégiques d’OFFICIIS de février 2018
- ✓ Documentation sur la recherche de refinancements

Echanges entre la Société et des actionnaires minoritaires jusqu’à la date du 2 mai 2019

Bases de données

- ✓ Bloomberg
- ✓ Thomson Reuters EIKON

Etudes sectorielles

- ✓ CBRE, L’investissement en France, janvier 2019
- ✓ CBRE, Real Estate Market Outlook 2019
- ✓ CBRE, Marketview, France Investissement, 4T 2017, 1T 2018, 2T 2018 et 3T 2018
- ✓ CBRE, Marketview, France Ile-de-France Bureaux, 4T 2017, 1T2018, 2T 2018, 3T 2018 et 4T 2018

Annexe 2 : Comparables boursiers

Société	Pays	Description	Capitalisation boursière (en M€) ³¹
Foncière Inea	FR	Foncière Inea a été introduite en bourse en 2006. Elle est spécialisée dans l’immobilier tertiaire en régions.	366
SCBSM	FR	SCBSM est une foncière spécialisée dans les bureaux. Sa stratégie consiste à accroître la part de son patrimoine situé à Paris.	93
Acanthe	FR	Acanthe est une société foncière dont le patrimoine est composé à 64% de bureaux et situé à 95% à Paris.	79
Société de la Tour Eiffel	FR	A la suite de sa fusion avec Affine fin 2018, la Société de la Tour Eiffel dispose d’un patrimoine immobilier de 1,7 Md€ dont 73% sur le segment des bureaux à Paris et en Ile-de-France.	624
Gecina	FR	Gecina possède l’un des principaux patrimoines de bureaux en Europe et a constitué un pôle de diversification composé d’actifs résidentiels et de résidences étudiantes.	10.197
Covivio	FR	Covivio est une SIIC qui dispose d’un patrimoine diversifié, toutefois majoritairement investi dans les bureaux. Elle a fusionné avec sa filiale Beni Stabili en 2018.	7.902
Icade	FR	Icade dispose d’un patrimoine principalement investi en immobilier tertiaire. Son patrimoine comprend également des actifs dans le domaine de la santé et un pôle de promotion.	5.666
Cegereal	FR	Cegereal se présente comme une foncière de bureaux « prime » aux portes de Paris.	631
SFL	FR	SFL a constitué un patrimoine situé à 83% dans le quartier central des affaires à Paris et composé à 78% de bureaux et 21% de commerces.	3.109

³¹ Sur la base du CMPV 20 jours au 24 mai 2019. Source : Bloomberg.