

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



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



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'«AMF») le 13 juin 2013, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son Règlement général. Ce projet de note en réponse a été établi conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, par Foncière Développement Logements et engage la responsabilité de ses signataires.

AVERTISSEMENT

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

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOU MIS A L'EXAMEN DE L'AMF

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de Foncière Développement Logements (www.fdogements.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de Foncière Développement Logements (10, avenue Kléber, 75116 Paris).

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

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.1.	Présentation de l'Offre	4
1.2.	Contexte de l'Offre	5
1.3.	Rappel des termes de l'Offre.....	5
1.3.1.	Offre publique d'échange.....	5
1.3.2.	Traitement des rompus.....	5
1.3.3.	Nombre, caractéristiques et origine des actions Foncière des Régions remises en échange dans le cadre de l'Offre.....	6
1.3.4.	Déroulement de l'Offre	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS.....	9
4.	INTENTIONS DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	9
5.	OBSERVATIONS DE L'UNITE ECONOMIQUE ET SOCIALE	9
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	9
7.	ELEMENTS CONCERNANT FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE ...	11
7.1	Structure et répartition du capital	11
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	12
7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droits de vote et aux transferts d'actions.....	12
7.2.2	Clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	13
7.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	13
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	14
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	14
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	14
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	14
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	14
7.7.2	Règles applicables à la modification des statuts	15
7.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	15

7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Foncière Développement Logements	16
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	17
8	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
9	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS	17
10	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	17

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société Foncière des Régions, société anonyme à conseil d'administration au capital de 173.690.076 euros dont le siège social est situé 18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris («**Euronext Paris**») sous le code ISIN FR0000064578 (l'«**Initiateur**» ou «**Foncière des Régions**»), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Foncière Développement Logements, société anonyme à conseil d'administration au capital de 696.110.040 euros dont le siège social est situé 10, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 552 043 481, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000030181 («**Foncière Développement Logements**», «**FDL**» ou la «**Société**»), d'échanger les actions Foncière Développement Logements qu'ils détiennent contre des actions Foncière des Régions à émettre selon une parité d'échange de 6 actions Foncière des Régions à émettre contre 23 actions Foncière Développement Logements apportées (l'«**Offre**»).

L'Offre est soumise aux conditions suspensives visées au paragraphe 2.3 «*Conditions de l'Offre*» du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 11 juin 2013 (le «**Projet de Note d'Information**»). L'Offre sera ainsi réalisée sous condition (i) de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Foncière des Régions, convoquée le 19 juillet 2013, de la résolution relative à la délégation de compétence octroyée au conseil d'administration avec faculté de subdélégation, à l'effet d'émettre des actions Foncière des Régions à remettre en rémunération des actions FDL apportées à l'Offre et (ii) de l'obtention, par l'Initiateur, de l'autorisation de l'autorité allemande compétente en matière de contrôle des concentrations (*Bundeskartellamt*), conformément aux dispositions de la loi allemande contre les restrictions de la concurrence (*Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, GWB*).

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement ou indirectement 22.012.868 actions FDL, représentant 31.62 % du capital existant de la Société. En conséquence, l'Offre vise la totalité des actions existantes de la Société non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 47.598.136 actions, en ce compris la totalité des actions auto-détenues par la Société, soit 26.685 actions, représentant 0,04 % du capital existant de la Société, étant cependant précisé que l'Initiateur a été informé que ces actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre. A la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'actions existantes de la Société est de 69.611.004, représentant 69.611.004 droits de vote, dont 69.584.319 exerçables, compte tenu des 26.685 actions auto-détenues.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 11 juin 2013. Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

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

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

1.2. Contexte de l'Offre

Acteur de référence de l'immobilier de bureaux, Foncière des Régions détient et gère au 31 décembre 2012 un patrimoine de 9,3 milliards d'euros (13,5 milliards d'euros en consolidé). Son modèle de développement s'appuie, d'une part, sur un patrimoine positionné sur des marchés immobiliers porteurs et, d'autre part, sur une stratégie de partenariats avec des grands locataires, lui assurant une forte visibilité en termes de loyers.

FDL, société d'envergure européenne, est un opérateur de référence dans le secteur résidentiel, qui présente la particularité de procurer des cash-flows réguliers avec une excellente diversification des risques. Elle détient, au 31 décembre 2012, un patrimoine d'une valeur de 3,2 milliards d'euros situé en France et en Allemagne. Son développement s'est inscrit dans le cadre de partenariats d'investissement, notamment avec de grands institutionnels désireux de disposer d'une exposition indirecte au logement dans le cadre d'un véhicule coté.

1.3. Rappel des termes de l'Offre

1.3.1. Offre publique d'échange

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de Foncière Développement Logements d'échanger les actions FDL qu'ils détiennent contre des actions Foncière des Régions selon une parité d'échange (la « Parité d'Echange ») de six (6) actions Foncière des Régions à émettre pour vingt-trois (23) actions FDL apportées.

1.3.2. Traitement des rompus

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

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

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

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

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

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

Exemple illustratif

A titre d'exemple purement illustratif, dans l'hypothèse où un actionnaire de FDL apporterait 37 actions FDL à l'Offre, il aurait droit à :

$37 \times 6 / 23$ actions Foncière des Régions

= 9,65 actions Foncière des Régions

En conséquence il recevrait :

- le nombre entier immédiatement inférieur soit 9 actions Foncière des Régions ; et
- une fraction du produit de la cession des rompus agrégés, réalisée comme indiqué ci-dessus, correspondant à 0,65 action Foncière des Régions.

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

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

Un nombre maximum de 12.416.902 actions Foncière des Régions à émettre pourra être remis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport des actions de la Société.

ii) Provenance des actions Foncière des Régions remises en échange

Les actions Foncière des Régions à remettre en échange des actions FDL apportées à l'Offre seront des actions nouvelles émises par décision du directeur général agissant sur subdélégation octroyée par le conseil d'administration prévu le 23 juillet 2013, lui-même agissant sur délégation consentie par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Foncière des Régions convoquée le 19 juillet 2013 dans sa 1^{ère} résolution, sous réserve du vote de cette résolution.

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

Les actions Foncière des Régions remises en échange des actions FDL apportées à l'Offre seront des actions ordinaires toutes de même catégorie et donnant les mêmes droits que les actions Foncière des Régions actuellement admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064578, auxquelles elles seront immédiatement assimilées dès leur émission.

Il est précisé en tant que de besoin, que l'échange devant intervenir après les assemblées générales annuelles de Foncière des Régions et de FDL, que les actions FDL apportées à l'Offre et les actions émises en échange par Foncière des Régions le seront « coupon 2012 détaché ».

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

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions Foncière des Régions, il convient de se référer à la section 5.2.1 « *Renseignements de caractère général concernant l'émetteur* » du document de référence de Foncière des Régions déposé auprès de l'AMF le 18 mars 2013 sous le numéro D.13-0168.

1.3.4. Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. L'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture préalablement à l'ouverture de l'Offre, et dès lors que l'autorisation de l'autorité allemande compétente en matière de contrôle des concentrations (*Bundeskartellamt*) aura été obtenue, un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

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

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

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

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.11 du Projet de Note d'Information.

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

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

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

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 13 juin 2013 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. Bertrand de Feydeau, en sa qualité de président du conseil d'administration. Le

conseil d'administration a rendu à l'unanimité, sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, l'avis suivant :

«Après avoir pris connaissance du projet de note d'information établi par FDR qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'initiateur et les éléments d'appréciation de la parité d'échange établis par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, ainsi que du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration :

- *note que FDR détient déjà 31,62 % du capital de FDL et que cette société foncière est un acteur de référence dans l'immobilier de bureaux puisqu'elle détenait au 31 décembre 2012 un patrimoine de 9,3 milliards d'euros (13,5 milliards d'euros en consolidé) loué principalement à des grands comptes ;*
- *prend acte que FDR déclare dans son projet de note d'information que le renforcement envisagé de FDR au capital de FDL s'appuie sur la complémentarité des patrimoines des deux sociétés et qu'il permettra à FDR d'accroître son exposition à un marché solide et d'investir à travers une plateforme reconnue sur son marché, dans un portefeuille de qualité. FDL prend également note que FDR entend poursuivre la stratégie de développement et de rotation dynamique du patrimoine avec un niveau d'endettement modéré ainsi que la politique de la Société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines. A cet égard, le Conseil d'administration note que FDR souhaite conserver le savoir-faire des équipes et du management et entend notamment maintenir les emplois du personnel et des dirigeants, les collaborateurs français faisant déjà partie de l'unité économique et sociale (UES) Foncière des Régions ;*
- *constate que les actionnaires de FDL qui le souhaiteraient pourront se positionner sur une société plus diversifiée avec un marché boursier plus large. En effet, la capitalisation de FDR s'élevait au 10 juin 2013 à environ 3,5 milliards d'euros avec un flottant significatif dont la rotation sur un an a été d'environ 54 % contre 12 % pour FDL représentant des volumes cumulés d'environ 15 millions de titres pour FDR et 22.000 titres pour FDL ;*
- *prend acte que deux actionnaires (ACM Vie et Covea) représentant au total 26,59 % du capital se sont engagés à apporter leurs titres FDL à l'Offre. Ces apports permettront à FDR de détenir au minimum 58,21 % du capital de FDL ;*
- *prend également acte que trois actionnaires (Cardif Assurance Vie, Generali Vie et Predica) représentant 37,64 % du capital de FDL se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre ;*
- *note que l'expert indépendant conclut que « les termes de l'Offre Publique d'Echange proposant un rapport d'échange de 6 actions FDR pour 23 actions FDL, soit environ 2,61 actions FDR pour 10 actions FDL, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société FDL ».*

En effet, l'expert constate que les méthodes d'évaluation retenues encadrent la parité proposée. Si celle-ci extériorise des légères décotes sur l'approche patrimoniale (ANR triple net EPRA, multiples boursiers assis sur l'ANR triple net EPRA et transactions comparables), elle fait ressortir des primes sur les critères de rentabilité (résultat net récurrent, dividendes et multiples de cash flow courant). Par ailleurs, les parités issues des moyennes 1 mois et 3 mois du cours de bourse encadrent la parité proposée.

Sur la base des éléments exposés ci-dessus, le Conseil d'administration considère que le projet d'Offre s'inscrit dans la poursuite du développement de la Société notamment en Allemagne et que ce projet est dans l'intérêt de FDL, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'administration décide, à l'unanimité de ses membres d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires soit d'apporter leurs titres à l'échange s'ils souhaitent accéder à un marché boursier plus liquide et à une société foncière plus diversifiée, soit de les conserver s'ils souhaitent continuer à être investis dans une société foncière résidentielle majoritairement présente en Allemagne.

Le Président demande alors aux membres présents ou représentés, conformément à la réglementation applicable, d'indiquer leur intention au regard de l'Offre. Covea et ACM Vie font part de leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre. Cardiff Assurance Vie, Generali Vie et Predica font part au Conseil d'administration de leur intention de conserver leurs titres.

Les administrateurs indépendants font part de leur intention de conserver leurs actions FDL.

Par ailleurs, le Conseil d'administration décide, à l'unanimité des membres présents ou représentés, de ne pas apporter à l'Offre les 26.685 actions auto-détenues ».

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

Lors de la réunion du conseil d'administration de la Société en date du 13 juin 2013, les membres du conseil d'administration de la Société autres que ceux ayant déjà conclu un engagement d'apport ou de non apport, tels que présentés au paragraphe 6 ci-après, à savoir les administrateurs indépendants, ont fait part de leur intention de ne pas apporter leurs actions FDL à l'Offre.

4. INTENTIONS DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Les 26.685 actions auto-détenues par la Société au titre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre.

5. OBSERVATIONS DE L'UNITE ECONOMIQUE ET SOCIALE

Non applicable.

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

Certains actionnaires de FDL ont conclu, avec l'Initiateur, des engagements d'apport aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés, sous certaines conditions à apporter à l'Offre l'intégralité des actions FDL qu'ils détiennent (voir paragraphe 1.2.3 du Projet de Note d'Information). Ainsi :

i) Engagement d'apport de Covea

- GMF Vie, société anonyme au capital de 179.676.528 euros, dont le siège social est sis 76, rue de Prony à Paris (75017) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 315 814 806,
- MMA Vie, société anonyme au capital de 141.912.800 euros, dont le siège social est sis 14, boulevard Marie et Alexandre Oyon au Mans (72030 Cedex 9) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Mans sous le numéro 440 042 174,
- GMF Assurances, société anonyme au capital de 181.385.440 euros, dont le siège social est sis 76, rue de Prony à Paris (75017) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 398 972 901,
- Immobilière des MMA, société par actions simplifiée au capital de 59.754.000 euros, dont le siège social est sis 10, boulevard Alexandre Oyon au Mans (72000) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Mans sous le numéro 333 986 719,

- MAAF Assurances SA, société anonyme au capital de 160.000.000 euros, dont le siège social est sis Chaban à Chauray (79180) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Niort sous le numéro 542 073 580,
- MAAF Vie, société anonyme au capital de 65.385.600 euros, dont le siège social est sis Chaban à Chauray (79180) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Niort sous le numéro 337 804 819,
- Sécurité Pierre Investissement, société anonyme au capital de 146.520.870 euros, dont le siège social est sis 7, avenue Marcel Proust à Chartres (28932 cedex 9) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Chartres sous le numéro 378 454 128,
- Assistance Protection Juridique, société anonyme au capital de 7.017.808 euros, dont le siège social est sis Le Neptune, 1, rue Galilée à Noisy le grand Cedex (93195) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bobigny sous le numéro 334 656 386,
- La Sauvegarde, société anonyme au capital de 38.313.200 euros, dont le siège social est sis 76, rue de Prony à Paris (75017) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 612 007 674,
- Fidelia Assistance, société anonyme au capital de 21.593.600 euros, dont le siège social est sis 27, quai Carnot à Saint Cloud (92210) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 377 768 601,
- MAAF Santé, mutuelle régie par le livre II du Code de la mutualité, dont le siège social est sis Chaban à Chauray (79180) et dont l'identifiant SIREN est le 331 542 142,
- Garantie Mutuelle des Fonctionnaires, société d'assurances mutuelles, dont le siège social est sis 76-78 rue de Prony à Paris (75017) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 775 691 140,

(ensemble «Covea »), ont pris l'engagement, conjoint mais non solidaire, en date du 5 juin 2013, d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions FDL qu'elles détiennent, soit 13.489.905 actions FDL représentant 19,38 % du capital de la Société.

ii) Engagement d'apport d'ACM Vie

ACM Vie SA, société anonyme au capital de 600.957.520 euros, dont le siège social est sis 34, rue du Wacken à Strasbourg (67000) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Strasbourg sous le numéro 332 377 597, a pris l'engagement, en date du 28 mai 2013, d'apporter à l'Offre 5.019.701 actions FDL qu'elle détient représentant 7,21 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions FDL.

Certains actionnaires de la Société, présents ou représentés au conseil d'administration de la Société, ont, à l'inverse, indiqué ne pas souhaiter participer à l'Offre et ont pris l'engagement, sous certaines conditions (voir paragraphe 1.2.4 du Projet de Note d'Information), de ne pas y apporter leurs actions et de ne pas les céder pendant la période d'offre. Ainsi :

- Ainsi, la société Predica, société anonyme au capital de 915.874.005 euros dont le siège social est sis 16/ 18 Boulevard de Vaugirard à Paris (75015), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 334 028 123, a pris l'engagement, en date du 31 mai 2013, de ne pas apporter à l'Offre 10.494.348 actions FDL qu'elle détient représentant 15,08 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions FDL.

- La société Generali Vie, société anonyme au capital de 299.197.104 euros dont le siège social est sis 11 Boulevard Hausmann à Paris (75009), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 602 062 481, a pris l'engagement, en date du 6 juin 2013, de ne pas apporter à l'Offre 6.164.456 actions FDL qu'elle détient représentant 8,86 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions FDL.
- La société Cardif Assurance Vie, société anonyme au capital de 712.340.624 euros dont le siège social est sis 1 Boulevard Hausmann à Paris (75009), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 732.028.154, a pris l'engagement, en date du 6 juin 2013, de ne pas apporter à l'Offre 9.539.791 actions FDL qu'elle détient représentant 13,70 % du capital de la Société, soit l'intégralité de ses actions FDL.

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords, autres que les engagements d'apport et de non apport présentés ci-dessus.

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

7.1 Structure et répartition du capital

Au 30 avril 2013, le capital social de Foncière Développement Logements s'élève à 696.110.040 euros, divisé en 69.611.004 actions de 10 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A cette date, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante (sur la base d'un nombre total de 69.611.004 actions représentant autant de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote (1)
Foncière Des Régions	22.012.868	31,62 %	31,62 %
GMF Assurances	1.580.265	2,27 %	2,27 %
GMF Vie	6.202.656	8,91 %	8,91 %
MAAF Assurances SA	817.817	1,17 %	1,17 %
MAAF Vie	316.963	0,45 %	0,45 %
Securité Pierre Investissement	200.000	0,29 %	0,29 %
La Sauvegarde	84.666	0,12 %	0,12 %
Fidelia	10.583	0,02 %	0,02 %
Assistance MAAF Santé	125.941	0,18 %	0,18 %
Garantie Mutuelle des Fonctionnaires	52.916	0,08 %	0,08 %
Assistante protection juridique	84.666	0,12 %	0,12 %

MMA Vie	3.039.766	4,37 %	4,37 %
Immobilière des MMA	973.666	1,40 %	1,40 %
Macif/ Mutavie	1.715.227	2,47 %	2,47 %
Predica	10.494.348	15,07 %	15,07 %
Cardif Assurance Vie	9.539.791	13,70 %	13,70 %
Generali Vie	6.164.456	8,86 %	8,86 %
ACM Vie	5.019.701	7,21 %	7,21 %
Banque Populaire du sud-ouest	239.800	0,34 %	0,34 %
Banque Populaire de Lorraine	735.640	1,06 %	1,06 %
Public et autocontrôle (contrat de liquidité)	199.268	0,29 %	0,29 %
TOTAL	69.611.004	100,00 %	100,00 %

(1) Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

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

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

i) **Obligation de mise au nominatif**

L'article 7 des statuts de la Société prévoit que «*Tout actionnaire, autre qu'une personne physique venant à détenir, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, un pourcentage des droits à dividende de la Société au moins égal à celui visé à l'article 208 C II ter du Code général des impôts (un « **Actionnaire Concerné** ») devra impérativement inscrire l'intégralité des actions dont il est lui-même propriétaire au nominatif et faire en sorte que les entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce inscrivent l'intégralité des actions dont elles sont propriétaires au nominatif. Tout Actionnaire Concerné qui ne se conformerait à cette obligation, au plus tard le troisième jour ouvré précédant la date de toute assemblée générale des actionnaires de la Société, verrait les droits de vote qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, plafonnés, lors de l'assemblée générale concernée, au dixième du nombre d'actions qu'ils détiennent respectivement. L'Actionnaire Concerné susvisé, retrouvera l'intégralité des droits de vote attachés aux actions qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, lors de la plus prochaine assemblée générale des actionnaires, sous réserve de la régularisation de sa situation par inscription de l'intégralité des actions, qu'il détient, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, sous la forme nominative, au plus tard le troisième jour ouvré précédant cette assemblée générale*».

ii) **Obligation de déclaration de franchissement de seuils**

Foncière Développement Logements a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 8 des statuts de la Société), en vertu de laquelle «*Sans préjudice des dispositions visées à l'article L. 233-7 du Code de commerce, toute personne qui vient à posséder directement ou*

indirectement, au sens des dispositions dudit article L. 233-7, au moins 1 % des droits de vote est tenue, dans les cinq (5) jours de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège social le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède.

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

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

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

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

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

Au cours de l'exercice 2012, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux et statutaires suivants :

- Par courrier reçu le 4 janvier 2012, et par suite d'une opération de dissolution anticipée de la société par actions simplifiée Coëtlosquet, filiale à 100 % de la société Foncière des Régions, par confusion de son patrimoine avec celui de Foncière des Régions, celle-ci détient désormais directement (au lieu de directement et indirectement par l'intermédiaire de Coëtlosquet), au 30 décembre 2011, 23.413.610 actions Foncière Développement Logements représentant autant de droits de vote, soit 33,63 % du capital et des droits de vote de cette société¹.
- Par courrier reçu le 1^{er} mars 2012, complété par un courrier reçu le 2 mars 2012, l'Initiateur a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 22 février 2012, les seuils du tiers (1/3) du capital et des droits de vote de Foncière Développement Logements et détenir, à cette date et à ce jour, 22.012.868 actions Foncière Développement Logements représentant autant de droits de vote, soit 31,62 % du capital et des droits de vote de cette société³.

Ce franchissement de seuils résulte d'une opération d'échange de titres entre Cardif Assurance Vie et Foncière des Régions au titre de laquelle Foncière des Régions a échangé 1.400.742 actions Foncière Développement Logements contre 8.600.096 actions Foncière Europe Logistique.

¹ Sur la base d'un capital composé de 69.611.004 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

² La société Foncière des Régions a déclaré avoir franchi directement en hausse les seuils de 30 % et du tiers (1/3) du capital et des droits de vote de Foncière Développement Logements

³ Sur la base d'un capital composé de 69.611.004 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

- Par courrier reçu le 31 décembre 2012, complété notamment par un courrier reçu le 18 janvier 2013, la société anonyme Covéa Coopérations⁴ (14 boulevard Marie et Alexandre Curie, 72000 Le Mans), a déclaré avoir franchi en hausse, le 28 décembre 2012, indirectement, par l'intermédiaire des sociétés de son groupe qu'elle contrôle, les seuils de 5 %, 10 % et 15 % du capital et des droits de vote de Foncière Développement Logements et détenir indirectement, 13.311.048 actions Foncière Développement Logements, soit 19,12 % du capital et des droits de vote de cette société⁵.

Ce franchissement de seuils résulte d'une restructuration interne au sein du groupe Covéa (dont la société SGAM est la structure faîtière) par laquelle les participations des sociétés opérationnelles du groupe ont été regroupées au sein d'une même structure, la société Covéa Coopérations. La société de groupe d'assurance mutuelle SGAM Covéa (7-11, place des 5 Martyrs du Lycée Buffon 75015 Paris) n'a quant à elle franchi aucun seuil et détient 13.489.905 actions Foncière Développement Logements représentant 19,38 % du capital et droits de vote de cette société.

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

Néant.

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

Néant.

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

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

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

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

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 11 des statuts de la Société.

Le conseil d'administration de Foncière Développement Logements est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sauf décision de porter ce maximum à un chiffre supérieur en cas de fusion dans les conditions prévues par la législation en vigueur. Chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

Conformément aux stipulations de l'article 11, 4° des statuts de la Société, nul ne peut être nommé administrateur s'il est âgé de plus de 85 ans et le nombre des administrateurs ayant

⁴ Société détenue à hauteur du tiers (1/3) du capital et des droits de vote par chacune des sociétés mutualistes GMF-AM, MAAF et MMA, dont la structure faîtière est la société de groupe d'assurance mutuelle Covéa (SGAM Covéa)

⁵ Sur la base d'un capital composé de 69.611.004 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

dépassé l'âge de 85 ans ne peut être supérieur au tiers (1/3) des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite d'âge est atteinte en cours de fonctions, l'administrateur est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale annuelle.

Les administrateurs sont nommés et révoqués par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, qui peut les révoquer à tout moment. La durée des fonctions d'un administrateur est de quatre (4) ans renouvelables ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

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

En cas de vacance, par décès ou par démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par les dispositions légales alors applicables. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le conseil d'administration à titre provisoire sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

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

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

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation et/ou autorisation	Assemblée générale	Durée	Utilisation de la délégation
Autorisation de réaliser des opérations sur les propres actions de FDL dans la limite de 10 % du capital social	15 avril 2013 (6 ^{ème} résolution)	18 mois	Néant
Autorisation de réduire le capital par annulation d'actions déjà détenues par la société qu'elle pourrait acquérir dans le cadre du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale	15 avril 2013 (7 ^{ème} résolution)	18 mois	Néant
Autorisation d'augmenter le capital par émission d'actions de la société ou de titres financiers avec maintien du droit préférentiel de souscription dans la limite d'un montant nominal de 250 millions d'euros	5 avril 2012 (11 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant

Autorisation d'augmenter le capital par émission d'actions de la société ou de titres financiers avec suppression du droit préférentiel de souscription dans la limite d'un montant nominal de 50 millions d'euros qui s'imputera sur le plafond global précédent de 250 millions d'euros	5 avril 2012 (12 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation d'émettre par voie de placement privé (L411-2 du Code monétaire & financier) des actions ordinaires et des titres financiers avec suppression du droit préférentiel de souscription	5 avril 2012 (13 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription des actionnaires	5 avril 2012 (14 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de décider l'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices, ou primes dans la limite d'un montant nominal de 10 millions d'euros	5 avril 2012 (15 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital en faveur des adhérents à un Plan d'Epargne Entreprise d'un montant nominal maximal avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite de 10 millions d'euros	5 avril 2012 (16 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital dans la limite de 10 % avec suppression du droit préférentiel de souscription en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou titres financiers donnant accès au capital	5 avril 2012 (17 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant
Autorisation de procéder à des augmentations de capital en cas d'offre publique d'échange initiée par la société	5 avril 2012 (18 ^{ème} résolution)	26 mois	Néant

7.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Foncière Développement Logements

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord conclu par Foncière Développement Logements susceptible d'être modifié ou résilié en cas de changement de contrôle de celle-ci.

Toutefois, certains contrats de prêts conclus par des filiales de la Sociétés, présentés ci-après, contiennent une clause de remboursement anticipé obligatoire en cas de changement de contrôle de ces dernières :

- contrat de prêt conclu entre Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG et Valore 4 S.A. et Valore 6 S.A en date des 28 et 29 août 2012 ;
- contrat de prêt conclu entre Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG et Immeo Lux S.à r.l en date du 28 août 2012 ;
- contrat de prêt conclu entre Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG et Immeo Wohnen GmbH & Co. KG Drei en date du 8 mars 2012 ; et
- contrats de prêt conclu entre Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG et Immeo Finance Lux 2 S.à r.l en date du 7 décembre 2011.

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

Le conseil d'administration du 17 février 2011 a approuvé que M. Thierry Beaudemoulin, jusqu'alors salarié de Foncière des Régions, soit rattaché directement à FDL. Son contrat de travail sur FDR a pris fin d'un commun accord, sans indemnité. Thierry Beaudemoulin est depuis le 1er mars 2011, mandataire social FDL, sans contrat de travail. En outre, le conseil d'administration a autorisé, en application des dispositions légales, la mise en place d'une éventuelle indemnité de départ, calculée sur la rémunération globale au jour du départ, d'un montant de 12 mois plus 1 mois par année d'ancienneté, plafonné à 24 mois. Cette indemnité, qui serait versée en cas de départ contraint lié à un changement de stratégie ou de contrôle, serait soumise à des critères de performances cumulatifs proposés par le comité des rémunérations (voir paragraphe 1.8.3.2 «*Rémunération Du Directeur Général*» du document de référence 2012 de Foncière Développement Logements, déposé auprès de l'AMF le 11 avril 2013 sous le numéro D.13-0340, p. 105). Le respect de ces critères de performances devra être constaté par le conseil d'administration avant tout versement. Conformément aux dispositions de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce, la décision relative à cette indemnité de départ a fait l'objet de la procédure des conventions réglementées prévue à l'article L. 225-38 du Code de commerce et a été soumise à l'assemblée générale des actionnaires du 11 avril 2011 sous la forme d'une résolution spécifique.

Ces dispositions ont été renouvelées par le conseil d'administration du 5 avril 2012 qui a reconduit M. Thierry Beaudemoulin dans ses fonctions de directeur général, pour 3 ans. Elles ont, par la suite, été approuvées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 15 avril 2013.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autre accord conclu par Foncière Développement Logements prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le conseil d'administration de la Société en date du 13 mai 2013 a désigné le cabinet Horwath Audit France, pris en la personne de M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Ce rapport, en date du 12 juin 2013, est reproduit *in extenso* dans l'Annexe 1 du présent projet de note en réponse.

9 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

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

10 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Foncière Développement Logements
M. Thierry Beaudemoulin
Directeur Général



Horwath Audit France
Membre indépendant de Crowe Horwath International

Horwath Audit France
86, rue Anatole France
92300 Levallois-Perret
Tél + 33 (0)1 41 05 98 40
Fax + 33 (0)1 40 89 03 49
contact@horwath.fr
www.horwath.fr

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

Siège social : 15 rue de la Baume - 75008 Paris
Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SARL au capital de 46 250 € - RCS Paris B 413 817 743 - Siret 41381774300029 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Audit | Commissariat aux comptes | Conseil | Expertise comptable

SOMMAIRE

1	PRESENTATION DE L'OPERATION	23
1.1	Sociétés concernées par l'opération	23
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	23
1.1.1.1	Caractéristiques	23
1.1.1.2	Patrimoine du groupe FDR.....	24
1.1.1.3	Performance financière historique de FDR.....	25
1.1.1.3.1	Bilan simplifié de FDR	25
1.1.1.3.2	Compte de résultat de FDR	27
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	28
1.1.2.1	Caractéristiques	28
1.1.2.2	Patrimoine du groupe FDL	28
1.1.2.3	Performance financière historique de FDL	29
1.1.2.3.1	Bilan simplifié de FDL	29
1.1.2.3.2	Compte de résultat de FDL	30
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	31
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre	31
1.2.2	Termes de l'Offre	32
2	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	34
2.1	Présentation d'Horwath Audit France	34
2.1.1	Présentation générale.....	34
2.1.2	Présentation de l'activité «évaluation d'entreprises et expertises indépendantes».....	34
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois	35
2.3	Déclaration d'indépendance	35
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 36	
2.5	Rémunération	36
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	36
2.6.1	Programme de travail détaillé	36
2.6.2	Calendrier de l'étude	38
2.6.3	Liste des personnes rencontrées	38
2.6.4	Informations utilisées	39
3	ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE PROPOSEE	40
3.1	Données structurant l'évaluation	40
3.1.1	Référentiel comptable	40
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions	40
3.1.2.1	Structure du capital de FDR	40

3.1.2.2	Structure du capital de FDL	41
3.2	Méthodes d'évaluation écartées	41
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	41
3.2.2	Transaction récente intervenue sur le capital des sociétés concernées	41
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	41
3.2.4	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow) 42	
3.2.5	Cours cible des analystes.....	42
3.3	Méthodes d'évaluation retenues	42
3.3.1	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	42
3.3.2	Actif net réévalué triple net EPRA	42
3.3.2.1	Valorisation du portefeuille immobilier.....	43
3.3.2.1.1	<i>Experts immobiliers</i>	43
3.3.2.1.2	<i>Méthode d'évaluation</i>	44
3.3.2.2	Valeur de marché de la dette de FDR et FDL.....	44
3.3.2.3	Calcul de l'ANR triple net EPRA.....	44
3.3.2.4	Calcul de la parité d'ANR triple net EPRA au 31 décembre 2012	45
3.3.2.5	Calcul de la parité d'ANR triple net EPRA estimée à la date du présent rapport..	46
3.3.3	Méthode du cours de bourse	46
3.3.3.1	Analyse de la liquidité.....	46
3.3.3.1.1	<i>Analyse de la liquidité de FDR</i>	46
3.3.3.1.2	<i>Analyse de la liquidité de FDL</i>	47
3.3.3.2	Analyse du cours de bourse	49
3.3.3.2.1	<i>Analyse du cours de bourse de FDR</i>	49
3.3.3.2.2	<i>Analyse du cours de bourse de FDL</i>	50
3.3.3.3	Analyse de la parité de cours de bourse.....	52
3.3.4	Résultat net récurrent EPRA.....	53
3.3.5	Engagements d'apports et de non apports	54
3.3.5.1	Engagements d'apports	54
3.3.5.2	Engagements de non apports	55
3.3.6	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	56
3.3.7	Méthode des dividendes distribués.....	56
3.3.8	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	57
3.3.8.1	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDR	57
3.3.8.1.1	<i>Echantillon de sociétés comparables retenues</i>	57
3.3.8.1.2	<i>Choix des multiples et multiples obtenus</i>	58
3.3.8.1.3	<i>Résultats</i>	59
3.3.8.2	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDL	59
3.3.8.2.1	<i>Echantillon de sociétés comparables retenues pour FDL</i>	59
3.3.8.2.2	<i>Choix des multiples et multiples obtenus</i>	61
3.3.8.2.3	<i>Résultats</i>	61

3.3.8.3	Synthèse - parité induite par l'application des multiples des comparables boursiers	62
3.3.9	Parité issue de la valorisation par multiples de transactions comparables.....	62
3.3.9.1	Choix des transactions.....	62
3.3.9.2	Analyse des transactions.....	63
3.3.9.2.1	<i>Patrimoine et commerce / Sepric</i>	63
3.3.9.2.2	<i>Icade /Silic</i>	63
3.3.9.3	Méthode des multiples de primes / décotes d'ANR induits.....	63
3.3.9.4	Méthode des cours de bourse induits.....	64
3.3.9.5	Transactions comparables – synthèse des méthodes.....	65
4	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE DE L'OFFRE DES BANQUES PRESENTATRICES.....	67
4.1	Eléments d'appréciation de la parité de l'Offre.....	67
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées.....	67
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	67
4.2	Nombre d'actions retenu dans les différentes méthodes.....	68
4.3	Méthode de la parité issue de l'ANR triple net EPRA.....	68
4.4	Référence au cours de bourse.....	68
4.5	Méthode de la parité issue du résultat net récurrent EPRA.....	69
4.6	Méthode de la parité issue des dividendes distribués.....	69
4.7	Méthode des comparables boursiers.....	69
4.7.1	Choix des échantillons.....	69
4.7.2	Choix des multiples et méthodologie.....	70
4.7.3	Conclusion sur la méthode des comparables.....	70
4.8	Méthode des transactions comparables.....	70
4.8.1	Choix de la transaction et méthodologie.....	70
4.8.2	Choix du multiple.....	71
4.8.3	Conclusion sur la méthode.....	71
5	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE LA PARITE OFFERTE.....	72

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Horwath Audit France a été désigné par le Conseil d’administration de la société Foncière Développement Logements le 13 mai 2013 en qualité d’expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l’Offre Publique d’Echange (OPE).

**RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L’OFFRE PUBLIQUE D’ECHANGE PORTANT SUR LES
ACTIONS DE FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS
INITIEE PAR FONCIERE DES REGIONS**

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

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1° du règlement général de l’AMF en raison de conflits d’intérêts potentiels au sein du Conseil d’administration de la société de nature à nuire à l’objectivité de l’avis motivé du Conseil, l’initiateur qui détient environ 31,62 % du capital social de la cible ayant des représentants au Conseil d’administration de celle-ci.

La parité proposée aux actionnaires minoritaires de la société FDL dans le cadre de l’Offre s’établit à 6 actions FDR contre 23 actions FDL.

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

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

Le présent rapport d’expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l’opération
2. Présentation de l’expert indépendant
3. Eléments d’appréciation de la parité proposée
4. Analyse des éléments d’appréciation de la parité de l’Offre des banques présentatrices
5. Conclusion sur le caractère équitable de la parité offerte

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

1.1.1.1 Caractéristiques

FDR est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 173.690.076 euros dont le siège social est situé 18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000064578.

FDR est une Société Immobilière d'Investissement Cotée (ci-après « SIIC ») qui détient et gère un patrimoine part du groupe d'environ 8.705m€⁶.

FDR est un investisseur à dominante bureaux en France et en Italie (au travers de sa filiale Beni Stabili) avec des participations dans des sociétés dédiées à l'immobilier tertiaire et résidentiel :

- Au travers de la société Foncière des Murs (SIIC), détentrice de murs d'exploitations en France, Belgique et Portugal , de la société Foncière Europe Logistique (société non cotée), détentrice de plates-formes logistiques et de locaux d'activité en France et en Allemagne, de la société Urbis Park (société non cotée), détentrice de parcs de stationnement ;
- Au travers de la société Foncière Développement Logements (SIIC), détentrice d'actifs immobiliers résidentiels en France et en Allemagne.

Le groupe FDR est ainsi constitué au 31 décembre 2012, de 290 entités juridiques distinctes dont 122 sociétés dans le secteur tertiaire, 76 sociétés dans les murs d'exploitation, 17 sociétés dans le secteur de la logistique, 57 sociétés dans le secteur du logement, 12 sociétés dans les parcs de stationnement et 6 sociétés de services.

⁶ Soit une exposition économique part du groupe de 9,3Md€

1.1.1.2 Patrimoine du groupe FDR

Le patrimoine de FDR à sa juste valeur se présente comme suit :

Portefeuille FDR 31/12/2012 (en m€)	Valeur 2012 PdG ¹	%
Bureaux France	4 032	46%
Bureaux Italie	2 174	25%
Total Bureaux	6 206	71%
Murs d'exploitation	860	10%
Logistique	929	11%
Parkings	138	2%
Patrimoines	8 133	93%
Participations	572	7%
Total PdG	8 705	100%

Source : document de référence

¹ Part du groupe

Les bureaux détenus en France représentent l'essentiel du patrimoine part de groupe total de FDR, ces derniers se situant pour l'essentiel en Ile de France et dans une moindre mesure dans les grandes métropoles régionales.

La répartition géographique du patrimoine de FDR en France se présente comme suit :

Patrimoine France FDR 31/12/2012 (en m€)	Valeur HD ¹ 2012 PdG ² (M€)
Paris QCA ³	572
Paris hors QCA ³	691
1 ^{ère} couronne	1 469
2 ^{ème} couronne	222
Total IDF	2 954
Métropoles Régionales	535
Autres régions	445
Total en exploitation	3 933
Actifs en développement	99
Total	4 032

Source : document de référence

¹ Hors droits

² Part du groupe

³ Quartier Central des Affaires

Les bureaux en Italie proviennent essentiellement de Beni Stabili, dont le capital est détenu à 50,9% par FDR. Cotée à la bourse de Milan depuis 1999, Beni Stabili est positionnée sur l'immobilier Italien. Son patrimoine est principalement composé de bureaux situés dans les villes du nord et du centre de l'Italie (Rome et Milan).

Patrimoine Italie FDR	Valeur HD¹
31/12/2012 (en m€)	2012 PdG² (M€)
Milan	895
Rome	195
Autres	961
Sous-Total	2 052
Actifs en développement	122
Total	2 174

Source : document de référence

¹ Hors droits

² Part du groupe

Foncière des murs est une SIIC cotée détenue à environ 28% par FDR, spécialisée dans la détention de murs d'exploitation dans le secteur de l'hôtellerie pour l'essentiel, mais aussi dans ceux de la santé et des commerces d'exploitation.

Patrimoine Foncière des Murs	Valeur HD¹
31/12/2012 (en m€)	2012 PdG²
Hôtellerie	577
Santé	101
Commerces d'exploitation	178
Total en exploitation	856
Actifs en développement	4
Total	860

Source : document de référence

¹ Hors droits

² Part du groupe

Foncière Europe Logistique, détenue par FDR à 100%, est spécialisée dans la détention d'actifs logistiques (en France essentiellement) et de locaux d'activités.

Patrimoine Foncière Logistique	Valeur HD¹
31/12/2012 (en m€)	2012 PdG²
Logistique France	418
Logistique Allemagne	105
Locaux d'Activités	205
Garonor	202
Total	929

Source : document de référence

¹ Hors droits

² Part du groupe

1.1.1.3 Performance financière historique de FDR

1.1.1.3.1 Bilan simplifié de FDR

Les principaux agrégats de la structure financière part du groupe de FDR au 31/12/2012 et au 31/12/2011 se présentent de la manière suivante :

En M€	31/12/2012 PdG ¹	31/12/2011 PdG ¹	Variation m€	Variation %
Juste valeur des immeubles et actifs destinés à la vente	7 873	8 474	-601	-7%
Participations	564	477	87	18%
Actif immobilisé	8 437	8 951	-514	-6%
Endettement net	-4 622	-5 000	378	-8%
Impôts différés	-53	-51	-2	4%
Autres	56	33	23	70%
Capitaux Propres	3 818	3 933	-115	-3%

¹ Part du groupe

L'actif immobilisé s'élève à 8.437m€ au 31/12/2012. Il se compose de la juste valeur des immeubles et des actifs destinés à la vente. L'actif immobilisé est également constitué des participations de FDR dans les sociétés mises en équivalence.

L'endettement net de FDR en part du groupe s'établit à 4.622m€ fin 2012. Il correspond aux emprunts bancaires contractés par FDR ainsi qu'aux instruments financiers enregistrés en juste valeur et permettant la couverture de la dette à taux variable. Il intègre également la valeur des ORNANE⁷ émises courant 2011. La diminution de l'endettement net s'explique pour l'essentiel par le remboursement d'emprunts bancaires au cours de l'exercice.

Les fonds propres part du groupe de FDR s'élèvent, fin 2012, à 3.818m€, le gearing⁸ diminuant légèrement.

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

⁷ ORNANE : Obligations Remboursables en Numéraire et en Actions Nouvelles et Existantes

⁸ Gearing : ratio endettement net / capitaux propres

1.1.1.3.2 Compte de résultat de FDR

Le résultat net récurrent EPRA⁹ tel qu'il apparaît dans les comptes consolidés part du groupe de FDR en 2012 et 2011 se présente comme suit :

Résultat net récurrent EPRA de FDR - PdG (en m€)	2012	2011	Variation 2011/2012 m€	Variation 2011/2012 %
Loyers nets	469,1	475,8	-6,7	-1%
Coûts de fonctionnement nets	-34,7	-36,4	-1,7	-5%
Résultat des autres activités	11,7	12,0	-0,3	-3%
Variation nette des provisions et autres	-0,3	-0,3	0,0	0%
Coût de l'endettement financier net	-184,2	-192,5	-8,3	-4%
Résultat net récurrent des entreprises associées	24,9	33,7	-8,8	-26%
Résultat des sociétés non consolidées	8,1	0,0	8,1	na
Impôts récurrents	-2,7	-4,2	1,5	-36%
Résultat net récurrent EPRA	291,9	288,2	3,7	1%
Résultat net récurrent EPRA/action* (€)	5,20	5,23	-0,03	-1%
Variation de juste valeur des actifs immobiliers	-39,4	66,8	-106,2	-159%
Autres variations de valeur d'actifs	-32,6	27,6	-60,2	-218%
Variation de juste valeur des instruments financiers	-231,9	-52,8	-179,1	339%
Autres	-23,7	6,8	-30,5	-449%
Impôts non récurrents	9,2	13,0	-3,8	-29%
Résultat net part du groupe	-26,5	349,5	-376,0	-108%

*Calculé sur la base d'un nombre d'actions moyen dilué de 56 183 milliers en 2012 et 55 125 milliers en 2011

Les loyers nets de FDR restent stables et s'élèvent à 469,1m€ en 2012 contre 475,8m€ en 2011. Cette évolution est la résultante d'une part, de la légère augmentation des recettes locatives en lien avec la hausse du pourcentage de détention dans Foncière Europe Logistique et de l'impact en année pleine des acquisitions d'actifs de bureaux en 2011, et d'autre part, de la hausse des charges locatives non récupérées et charges sur immeubles.

Les coûts de fonctionnement s'établissent à 34,7m€ en 2012 et diminuent de 5% sur l'exercice, en raison de la baisse des frais de structure qui sont constitués principalement de la masse salariale et d'honoraires de conseil.

Le résultat des autres activités reste relativement stable et s'élève à 11,7m€ en 2012. Il concerne essentiellement l'activité « parking », ces derniers étant détenus en propre ou en concession par FDR.

Le coût de l'endettement financier net est en diminution sur l'exercice (-4%) et s'élève à 184,2m€ en 2012. Sa diminution est corrélée à la baisse de l'endettement financier.

Le résultat net récurrent des entreprises associées s'établit à 24,9m€ et diminue sur l'exercice.

Le résultat des sociétés non consolidées, qui s'élève à 8,1m€ en 2012, correspond aux dividendes de la société Altarea.

⁹ EPRA : European Public Real Estate Association

L'évolution des agrégats décrits précédemment a pour résultante la stabilité du résultat net récurrent EPRA qui s'établit à 291,9m€ en 2012, soit 5,2€ par action.

La variation de juste valeur des actifs immobiliers est négative en 2012 et s'établit à -39,4m€.

La variation de juste valeur des instruments financiers est de -231,9m€ en 2012 et résulte de la baisse des taux longs entre les deux périodes.

Les autres éléments, d'un montant s'élevant à -23,7m€ en 2012, correspondent principalement au résultat des variations de périmètre pour -15,9m€.

Le résultat net ressort à -26,5m€ en 2012 et résulte essentiellement de la variation de juste valeur des instruments financiers.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

1.1.2.1 Caractéristiques

La société Foncière Développement Logements est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 696.110.040 euros dont le siège social est situé 10, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 552 043 481, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000030181.

En 2005, FDL a été créée suite à une OPAS¹⁰ sur les actions de la société « La soie » lancée par Sovaklé (groupe FDR), dans une stratégie de diversification et de réorganisation des pôles d'activités de ce groupe.

FDL se développe alors en reprenant cinq portefeuilles dont trois portefeuilles en France et deux portefeuilles en Allemagne dès 2006 (avec notamment l'acquisition des parts sociales de la société Immeo Wohnen GmbH).

1.1.2.2 Patrimoine du groupe FDL

FDL est un « pure player » résidentiel à dimension européenne intervenant en France et en Allemagne.

Au 31 décembre 2012, le patrimoine consolidé France et Allemagne de FDL est évalué à 3.212m€ et se répartit comme suit :

¹⁰ OPAS : Offre Publique d'Achat Simplifiée

Portefeuille FDL 31/12/12	Valeur Vénale HD¹ M€	% Total
France	850	26%
Allemagne	2 362	74%
Total	3 212	100%

Source : document de référence

¹ Hors droits

En Allemagne, FDL possède un portefeuille de plus de 40.000 unités, dont la valeur totale de 2.362m€ se répartit comme suit :

Portefeuille Allemagne FDL 31/12/12	Valeur Vénale HD¹ M€	% Allemagne
Duisburg	770	33%
Essen	556	24%
Mulheim	183	8%
Oberhausen	146	6%
Datteln	105	4%
Berlin	228	10%
Düsseldorf	52	2%
Autres	322	14%
Allemagne	2362	100%

Source : document de référence

¹ Hors droits

FDL est principalement active dans l'Ouest du pays, dans la région Rhin-Rhur, et poursuit son développement à Berlin (10% des actifs allemands au 31/12/2012).

En France, le portefeuille d'environ 2.388 unités est principalement investi sur Paris et en Ile de France. Sa valeur se répartit comme suit :

Portefeuille France FDL 31/12/12	Valeur Vénale HD¹ M€	% France
Régions	253	30%
Paris Neuilly	249	29%
IDF	348	41%
France	850	100%

Source : document de référence

¹ Hors droits

1.1.2.3 Performance financière historique de FDL

1.1.2.3.1 Bilan simplifié de FDL

Les principaux agrégats de la structure financière de FDL au 31/12/2012 et au 31/12/2011 se présentent de la manière suivante :

En M€	31/12/2012	31/12/2011	Variation m€	Variation %
Juste valeur des immeubles	2 992	3 068	-76	-2%
Actifs destinés à la vente	223	252	-29	-12%
Actif immobilisé	3 215	3 320	-105	-3%
Endettement net	-1 641	-1 759	119	-7%
Impôts différés	-143	-160	17	-11%
Autres	-37	-54	17	-31%
Capitaux Propres	1 394	1 348	46	3%

L'actif immobilisé, constituant le portefeuille de FDL, s'élève à 3.215m€ au 31/12/2012 et se compose de la juste valeur des immeubles et des actifs destinés à la vente.

L'endettement net de FDL s'établit à 1.641m€ fin 2012. Il correspond aux emprunts bancaires contractés par FDL ainsi qu'aux instruments financiers enregistrés en juste valeur et permettant la couverture de la dette à taux variable. La diminution de l'endettement net s'explique en partie par le remboursement des emprunts et dettes obligataires au cours de l'exercice.

Les fonds propres s'élèvent, fin 2012, à 1.394m€ et restent stables.

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

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

1.1.2.3.2 *Compte de résultat de FDL*

Le résultat net récurrent EPRA de FDL en 2012 et 2011 se présente comme suit :

Résultat net récurrent EPRA de FDL (en M€)	2012	2011	Variation 2011/2012 m€	Variation 2011/2012 %
Recettes locatives (hors prestations)	196,6	202,5	-5,9	-3%
Charges d'exploitations récurrentes nettes des prestations	-62,0	-66,0	-4,0	-6%
Loyers nets	134,5	136,5	-2,0	-1%
Résultat financier	-63,4	-68,0	-4,6	-7%
Résultat récurrent	71,1	68,5	2,6	4%
Impôts exigibles récurrent	-1,0	-1,4	-0,4	-29%
Résultat net récurrent EPRA	70,1	67,1	3,0	4%
Résultat net récurrent EPRA/action* (€)	1,01	0,99	0,02	2%
Variation de juste valeur des actifs immobiliers	70,5	78,7	-8,2	-10%
Variation des amortissements et provisions	0,1	-5,0	5,1	-102%
Variation de juste valeur des instruments financiers et amort. frais/ emprunts	-32,2	-52,2	20,0	-38%
Marges sur ventes IFRS	14,6	12,4	2,2	18%
Autres	-1,8	0,5	-2,3	-460%
Impôts différés et impôts non récurrents	3,1	-1,9	5,0	-263%
Résultat net part du Groupe	124,5	99,7	24,8	25%

*Calculé sur la base d'un nombre d'actions moyen dilué de 69 582 milliers en 2012 et 67 626 milliers en 2011

Les recettes locatives s'élèvent en 2012 à 196,6m€ et diminuent légèrement au cours de l'exercice. Cette évolution résulte notamment de cessions d'actifs en France et en Allemagne.

Les charges d'exploitation récurrentes nettes des prestations s'établissent à 62m€ en 2012 contre 66m€ en 2011, cette baisse s'expliquant en partie par la diminution des charges sur immeubles.

Les loyers nets découlent des évolutions décrites précédemment et s'élèvent à 134,5m€ en 2012.

Le coût de l'endettement financier net s'établit à 63,4m€ en 2012 et décroît de 4,6m€, suite à la réduction de l'encours et du taux moyen de la dette.

Ces évolutions ont pour conséquence la légère hausse du résultat net récurrent EPRA qui s'élève en 2012 à 1,01€ par action contre 0,99€ par action en 2011.

En 2012, la variation de juste valeur des actifs immobiliers s'élève à 70,5m€ et la variation de juste valeur des instruments financiers s'établit à -32,2m€.

Le résultat net, qui découle de ces variations, s'élève à 124,5m€ en 2012 contre 99,7m€ en 2011.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Le groupe FDR est un acteur majeur de l'immobilier de bureaux. Son modèle de développement s'appuie, d'une part, sur un patrimoine positionné sur des marchés immobiliers liquides et, d'autre part, sur une stratégie de partenariats avec des grands locataires, lui assurant une forte visibilité en termes de loyers.

FDL, société d'envergure européenne, est un opérateur de référence dans le secteur résidentiel, secteur présentant la particularité de procurer des cash-flows réguliers avec une diversification des risques. Son développement s'est inscrit dans le cadre de partenariats d'investissement, notamment avec de grands institutionnels désireux de disposer d'une exposition indirecte au logement dans le cadre d'un véhicule coté. Le patrimoine de FDL se situe pour l'essentiel en Allemagne et en France.

FDR a accompagné depuis 2005 le développement dans le résidentiel allemand de FDL, qui bénéficie aujourd'hui d'une position solide dans ce secteur.

Le projet de renforcement de FDR au capital de FDL permet à FDR d'augmenter son exposition au marché de l'immobilier résidentiel allemand. Ce projet permettra à FDR d'accroître son exposition sur le marché allemand de 10% à 15% environ, ce marché présentant des perspectives intéressantes. Le rebond des perspectives démographiques depuis 2009 et le niveau historiquement bas d'offre nouvelle de logements confèrent à ce marché de bonnes perspectives d'évolution, tant en termes de loyers, que de valeurs.

Du point de vue de l'actionnaire de FDL, l'Offre donne une liquidité potentielle. Elle offre aux actionnaires de FDL, qui souhaitent apporter à l'Offre, la possibilité de devenir actionnaire d'une société dont le flottant et la liquidité sont plus importants, tout en leur permettant de profiter des perspectives de FDR.

Par ailleurs, l'ensemble « Covéa »¹¹, a pris l'engagement, conjoint mais non solidaire, d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions FDL qu'il détient, soit 19,38 % du capital de FDL.

La société ACM Vie SA, a pris l'engagement, en date du 28 mai 2013, d'apporter à l'Offre 7,21 % du capital de FDL, soit l'intégralité de ses actions.

Les sociétés Predica, Cardif Assurance Vie et Generali Vie, actionnaires détenant respectivement 15,08%, 13,70% et 8,86% de FDL, et présents ou représentés au conseil d'administration de cette dernière, ont indiqué ne pas souhaiter participer à l'Offre et ont pris l'engagement de ne pas y apporter leurs actions et de ne pas les céder pendant la période d'offre.

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

Le détail de ces engagements d'apport et de non apport sera présenté dans la partie 3 du présent rapport.

FDR n'entend pas, à ce jour, modifier la stratégie de développement de FDL ni sa politique industrielle et commerciale au cours des douze prochains mois. En particulier, il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de FDL.

1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, agissant pour le compte de FDR, ont déposé, le 11 juin 2013, le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'échange portant sur l'intégralité des actions de FDL. Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, agissant en tant qu'établissements présentateurs, garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par FDR dans le cadre de l'Offre.

Les termes de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de FDR en date du 10 juin 2013 et un avis de dépôt n°213C0655 a été publié par l'AMF le 11 juin 2013.

A la date du présent rapport, FDR détient directement et indirectement 22.012.868 actions FDL représentant 31,62% du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de FDL non encore détenus directement ou indirectement par FDR à la date du présent rapport, soit à la connaissance de FDR, 47.598.136 actions FDL, en ce compris la totalité des 26.685 auto-détenues par la FDL.

¹¹ L'ensemble « Covéa » est constitué par les actionnaires suivants représentant 19,38% du capital de FDL : GAM Vie (8,89%), MMA Vie (4,37%), GMF Assurances (2,27%), Immobilière des MMA (1,40%), MAAF Assurances (1,17%), MAAF Vie (0,46%), Sécurité Pierre Investissement (0,30%), Assistance et protection Juridique (0,12%), La Sauvegarde (0,12%), Fidelia Assistance (0,02%), MAAF Santé (0,18%), Garantie Mutuelle des Fonctionnaires (0,08%) et La Cité Européenne (0,02%).

Compte tenu des engagements d'apports et de non apports, FDR détiendra, à l'issue de l'Offre, entre 40.522.474 et 43.385.724 actions FDL, représentant entre 58,21% et 62,33% du capital et des droits de vote de la société.

La parité d'échange proposée dans le cadre de l'Offre s'établit à 6 actions FDR à émettre pour 23 actions FDL apportées, soit environ 2,61 actions FDR pour 10 actions FDL.

Pour la suite du présent rapport, les parités seront présentées sous ce dernier format. Une parité de 2,61x signifie donc 2,61 actions FDR pour 10 actions FDL.

2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation d'Horwath Audit France

2.1.1 *Présentation générale*

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 26.000 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

Fort de 80 associés et plus de 800 collaborateurs, Crowe Horwath Partenaires France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

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

Au sein de Crowe Horwath Partenaires France, Horwath Audit France coordonne les missions à caractère transnational ou international.

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

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Horwath Audit France a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes.

Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

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

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

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

Olivier Grivillers est notamment l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publiée chez DALLOZ en 2009 dans l'ouvrage « ingénierie financière, juridique et fiscale ».

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

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim, Yohan Bonnet et Julien Latrubesse, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Horwath Audit France.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet Horwath Audit France.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois

Deux missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois.

Le cabinet Horwath Audit France a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions Modelabs Group initiée par Bigben Interactive (Juillet 2012).
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Thermocompact initiée par Thermo Technologies (Janvier 2013).

2.3 Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la société FDL 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'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec les banques présentatrices.

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

Le cabinet Horwath Audit France est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Horwath Audit France au titre de la présente mission s'élève à 48.000€, hors taxes et hors frais.

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

2.6.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

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

II Préparation de l'évaluation

Les étapes suivantes ont été effectuées à la fois en ce qui concerne FDL et FDR.

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

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

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction générale de FDL et FDR et les banques conseils ;
- analyse des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation de la parité proposée

Description des méthodes retenues à titre principal :

Méthode de la parité issue de l'actif net réévalué triple net EPRA

- analyse de l'actif net réévalué triple net EPRA au 31 décembre 2012, tel que publié dans le document de référence de FDR et FDL ;
- analyse et calcul de l'ANR triple net EPRA à la date du présent rapport de FDR et FDL ;

- calcul des parités induites.

Méthode de la parité issue du cours de bourse

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse et des parités induites.

Méthode de la parité issue du résultat net récurrent EPRA

- analyse du résultat net récurrent EPRA 2011 et 2012 pour FDR et FDL ;
- analyse et calcul d'un résultat net récurrent EPRA prévisionnel 2013 pour FDR et FDL ;
- calcul de la parité induite moyenne.

Référence à l'engagement d'apport de certains actionnaires

- analyse des engagements d'apports des actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

Description des méthodes retenues à titre secondaire :

Méthode de la parité issue des dividendes distribués

- analyse des dividendes distribués au titre des années 2011, 2012 et des prévisions 2013 pour FDR et FDL ;
- calcul des parités induites.

Méthode de la parité issue de la valorisation par les multiples de transactions comparables

- sélection d'un échantillon de transactions comparables à l'Offre ;
- calcul des primes ou décotes induites extériorisées par ces transactions ;
- application des primes ou décotes induites aux agrégats de FDL et calcul d'une nouvelle parité.

Méthode de la parité issue de la valorisation par les multiples de comparables boursiers

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à FDL et d'un échantillon de sociétés comparables à FDR ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de FDL et de FDR par analogie en fonction des multiples obtenus pour les échantillons respectifs ;
- calcul de la parité induite issue des valeurs obtenues.

IV Synthèse sur l'appréciation de la parité proposée de l'Offre

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour chacune des sociétés concernées par l'Offre ;
- Appréciation de l'offre d'échange.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par les banques présentatrices

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil d'administration de FDL

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de FDL a désigné Horwath Audit France en qualité d'expert indépendant le 13 mai 2013.

Notre mission s'est déroulée du 13 mai au 13 juin 2013. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 13 au 16 mai 2013 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunions avec les sociétés concernées par l'opération et leurs conseils.
- du 17 au 22 mai 2013 : Préparation de l'évaluation. Réunions avec les directions générales de FDL et FDR.
- du 23 mai au 8 juin 2013 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, travaux de valorisation.
Réunions avec la direction générale de FDL, la direction générale de FDR, les conseils de FDL et de FDR.
- du 9 au 13 juin 2013 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

FDL (Société cible)

- M. Thierry Beaudemoulin, Directeur Général
- M. Philippe Prud'homme, Directeur Général Adjoint

FDR (Société initiatrice)

- M. Philippe le Trung, Directeur de la Communication Financière & Relations Investisseurs
- M. Edouard de Chalain, Responsable Marchés de Capitaux et Corporate Finance

BNP Paribas Corporate & Investment Banking (Conseil de la cible)

- M. Philippe Personne, Directeur Ingénierie des Sociétés Cotées
- M. Nicolas de Gastines, Managing Director Immobilier & Hôtellerie

Crédit Agricole Corporate & Investment Banking (Conseil de l'initiateur)

- M. Sébastien Eymard, Directeur Institutions Financières & Immobilier

Natixis (Conseil de l'initiateur)

- M. Florent Mahé, Managing Director, Responsable Origination Marché Primaire Actions
- M. Xavier Lichtenberger, Vice-Président Marché Primaire Actions
- M. Alexis Bauza, Associate, Marché Primaire Actions
- M. Pierre Foucry, Managing Director, Fusions Acquisitions

2.6.4 Informations utilisées

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

- les informations publiques sur les sociétés FDL et FDR et notamment les communiqués de presse publiés par les sociétés FDR et FDL depuis le dépôt de leur dernier document de référence ;
- les documents de référence incluant les états financiers de FDL et FDR au 31 décembre 2011 et au 31 décembre 2012 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les résultats prévisionnels 2013 de FDL (Budget) et FDR (consensus d'analystes sur la base des notes d'analystes suivant la valeur) ;
- les estimations du management des sociétés concernées pour estimer un ANR triple net EPRA à la date d'aujourd'hui pour FDR et FDL ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Euronext* et *Factset* : cours boursiers historiques des sociétés FDR et FDL et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des comparables boursiers ;
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de FDL et FDR ;
- la méthodologie suivie par les experts immobiliers qui valorisent le portefeuille immobilier de FDR et FDL au travers de la sélection d'un échantillon de rapport d'évaluation ;
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation de la parité proposée de l'Offre établis par les banques présentatrices ;
- les notes d'information relatives aux opérations sélectionnées dans le cadre de la méthode des transactions comparables, ces dernières intégrant les rapports d'experts indépendants relatifs aux opérations concernées ;

- les engagements d'apport à l'Offre des actionnaires ACM Vie et Covéa ;
- les engagements de non apport à l'Offre de Cardif, Predica et Generali Vie.

3 ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE PROPOSEE

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

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de leur cotation sur le compartiment A d'Euronext Paris, les sociétés FDR et FDL appliquent le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de leurs comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012.

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

Par conséquent, elles publient leurs comptes consolidés au format EPRA.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

3.1.2.1 *Structure du capital de FDR*

Au jour du dépôt de l'Offre, le capital de FDR est composé de 57.897 milliers d'actions. Les titres auto-détenus au 31 décembre 2012 s'élevant à 581 milliers, il en découle un nombre d'actions en circulation de 57.315 milliers d'actions.

Le nombre d'actions qui a été retenu comme référence pour FDR correspond au nombre d'actions en circulation augmenté des instruments financiers susceptibles d'avoir un effet potentiellement dilutif sur l'actionnariat. A cet effet, les 211 milliers d'actions gratuites, correspondant aux actions restant à livrer au 31 décembre 2012 au titre des plans d'actions gratuites mis en place par la société FDR, ont été considérées comme potentiellement dilutives. En revanche, les options de souscription d'actions, qui sont également potentiellement dilutives n'ont pas été retenues car elles se situent en dehors de la monnaie au jour du dépôt de l'Offre.

Il en résulte un nombre d'actions post dilution de 57.526 milliers que nous retiendrons pour la réalisation de nos travaux.

3.1.2.2 *Structure du capital de FDL*

Le nombre d'actions total composant le capital de FDL au jour du dépôt de l'Offre s'élève à 69.611 milliers d'actions. La société détenant 27 milliers d'actions en autocontrôle au 31 décembre 2012, il a été retenu comme référence pour FDL 69.584 milliers d'actions.

3.2 **Méthodes d'évaluation écartées**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour apprécier la parité d'échange proposée :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

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

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

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

3.2.2 Transaction récente intervenue sur le capital des sociétés concernées

Aucune transaction significative et pouvant être qualifiée de référence n'est intervenue sur le capital des sociétés concernées récemment. Par conséquent, cette méthode n'a pu être mise en œuvre.

Cependant, les engagements d'apports à l'Offre des sociétés ACM Vie et de l'ensemble « Covéa » constituent selon nous une référence que nous retiendrons pour apprécier la parité d'échange proposée.

3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle a été considérée comme trop dépendante du taux de distribution retenu. S'agissant de sociétés foncières SIIC, FDR et FDL sont soumises à l'obligation de distribuer, d'une part, 85% des bénéfices provenant des opérations de location d'immeubles dans l'année suivant leur réalisation et, d'autre part, 50% des plus-values fiscales provenant de la cession d'immeubles avant la fin du deuxième exercice suivant leur réalisation. Le niveau de distribution des deux sociétés est donc hautement dépendant de leur politique de rotation des actifs, qui est, par nature, un élément difficile à projeter.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

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

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

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

Cette méthode a donc été écartée.

3.2.5 Cours cible des analystes

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

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

3.3 **Méthodes d'évaluation retenues**

3.3.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Afin de déterminer les parités entre les sociétés FDR et FDL, nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes à titre principal :

- actif net réévalué triple net EPRA ;
- méthode du cours de bourse ;
- résultat net récurrent EPRA ;
- engagements d'apport.

Ces méthodes ont la caractéristique de se baser sur les données intrinsèques aux sociétés au contraire des méthodes analogiques.

3.3.2 Actif net réévalué triple net EPRA

A l'instar des autres sociétés immobilières cotées, FDR et FDL publient semestriellement leur Actif Net Réévalué de liquidation (ci-après « ANR ») au format EPRA, selon les règles

édictees par cette association, lesquelles définissent l'ANR de liquidation, ou ANR triple net EPRA, comme l'actif net réévalué hors droits après fiscalité latente et mise à la juste valeur de la dette à taux fixe et des instruments financiers.

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

Il sera présenté ci-après les ANR triple net EPRA tels qu'ils ont été publiés par les sociétés FDR et FDL au 31 décembre 2012 dans leur document de référence respectif.

Nous avons par ailleurs, procédé à l'estimation des ANR triple net EPRA des deux sociétés à la date la plus récente.

3.3.2.1 Valorisation du portefeuille immobilier

Comme préconisé par les standards professionnels, les patrimoines des sociétés FDR et FDL sont évalués par plusieurs experts indépendants, spécialisés dans le domaine immobilier. Cette évaluation s'effectue selon un rythme semestriel (30 juin et 31 décembre) et des modalités de calcul fixées par des cahiers des charges internes, fondés sur les directives des instances de tutelle tels que les recommandations de l'AMF et les directives du rapport de la COB¹² du 3 février 2000 sur l'expertise immobilière.

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

3.3.2.1.1 Experts immobiliers

Une valorisation du patrimoine au 31 décembre 2012 de FDR et FDL a été effectuée par des experts immobiliers.

Les experts immobiliers sélectionnés par FDR pour la valorisation de son patrimoine au 31 décembre 2012 sont BNP Real Estate, DTZ Eurexi, Jones Lang LaSalle Expertises, CBRE Valuation et VIF Expertise.

Les experts immobiliers sélectionnés par FDL pour la valorisation de son patrimoine au 31 décembre 2012 sont BNP Paribas Real Estate, Crédit Foncier Expertise et CB Richard Ellis Valuation pour la France alors que la valorisation des immeubles situés au Luxembourg et en Allemagne a été effectuée par CB Richard Ellis Valuation et Cushman & Wakefield.

Les méthodes d'évaluation des experts immobiliers ayant valorisé les patrimoines de FDR et FDL sont en accord avec les codes de conduite internationaux « RICS¹³ » et « IVSC¹⁴ ». De plus, les rapports ont été établis selon les règles édictees par l'AFREXIM¹⁵ et répondent à ce titre à la charte de l'expertise « évaluation immobilière ».

¹² COB : Commission des Opérations de Bourse

¹³ RICS : Royal Institution of Chartered Surveyors

¹⁴ IVSC : International Valuation Standards Council

¹⁵ AFREXIM : Association Française des Experts Immobiliers

3.3.2.1.2 Méthode d'évaluation

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

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

Pour la valorisation de FDL, les actifs situés en Allemagne ont été évalués par la méthode des « discounted cash-flow ». Les actifs situés en France ont, quant à eux, fait l'objet d'une évaluation par la méthode par capitalisation du revenu brut ainsi que la méthode dite de comparaison.

Pour la valorisation de FDR, les évaluations ont été réalisées sur la base de la méthode de capitalisation des loyers, de la méthode de l'actualisation des flux futurs (« discounted-cash flow ») et de la méthode comparative qui a été utilisée à titre de recoupement.

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

3.3.2.2 Valeur de marché de la dette de FDR et FDL

Les dettes consolidées de FDR et FDL se composent majoritairement de dettes bancaires à taux variables couvertes par un portefeuille d'instruments financiers dérivés et des ORNANE pour FDR enregistrées dans les comptes à leur juste valeur. L'impact de ces instruments est donc pris en compte dans les capitaux propres consolidés.

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

3.3.2.3 Calcul de l'ANR triple net EPRA

L'ANR triple net EPRA de FDR, tel qu'il figure dans le document de référence, a été déterminé de la façon suivante :

Actif net réévalué de FDR au 31/12/2012 (en m€)	
Capitaux propres consolidés	3 818
Mise en juste valeur des immeubles	16
Mise en juste valeur des parkings	28
Mise en juste valeur des fonds de commerce	10
Inflation Swap Beni Stabili et dettes à taux fixe	-59
Optimisation des droits de mutation	20
ANR triple net EPRA	3 832

L'ANR triple net EPRA de FDR s'élève à 3 832m€ au 31 décembre 2012.

L'ANR triple net EPRA de FDL, tel qu'il figure dans le document de référence, a été déterminé de la façon suivante :

Actif net réévalué de FDL au 31/12/2012 (en m€)	
Capitaux propres consolidés	1 394
Dettes à taux fixe	-56
ANR triple net EPRA	1 338

L'ANR triple net EPRA de FDL s'élève à 1.338m€ au 31 décembre 2012.

3.3.2.4 Calcul de la parité d'ANR triple net EPRA au 31 décembre 2012

L'ANR triple net EPRA par action des sociétés FDR et FDL et la parité en découlant ont été calculés de la façon suivante :

Actif net réévalué au 31/12/2012 retraité de la distribution (€/action)	FDR	FDL
ANR triple net EPRA	3 832	1 338
Nombre d'actions post dilution (en milliers)	57 526	69 584
ANR triple net EPRA par action (post dilution)	66,6	19,2
Dividende distribué	4,20	1,05
ANR triple net EPRA retraité de la distribution (post dilution)	62,4	18,2
Parité d'ANR triple net EPRA	2,91x	
<i>Prime/ (Décote) sur la parité d'ANR triple net EPRA</i>		<i>-10,4%</i>

Le nombre d'actions retenu dans le calcul de l'ANR triple net EPRA par action correspond au nombre d'actions de référence retenu pour chacune des sociétés, tel qu'explicité dans la partie 3.1.2. de ce rapport.

Le dividende distribué par FDR et FDL au titre de l'année 2012 est retraité afin d'obtenir un ANR triple net EPRA par action coupon détaché, l'ANR triple net EPRA par action au 31 décembre 2012 n'intégrant pas cette distribution.

Les ANR triple net EPRA par action des sociétés FDR et FDL retraité de la distribution de dividendes s'élèvent ainsi respectivement à 62,4€ pour FDR et 18,2€ pour FDL.

La parité induite par l'ANR triple net EPRA par action s'établit à 2,91x. La parité offerte aux actionnaires dans le cadre de l'Offre de 2,61x extériorise ainsi une décote de 10,4% sur la parité d'ANR triple net EPRA au 31 décembre 2012.

3.3.2.5 Calcul de la parité d'ANR triple net EPRA estimée à la date du présent rapport

Nous avons estimé pour FDL et FDR un ANR triple net EPRA à la date la plus récente.

Pour chacune des sociétés concernées par l'Offre, nous nous sommes référés à l'ANR triple net EPRA publié au 31 décembre 2012 que nous avons corrigé des éléments repris ci-dessous pour ajuster l'ANR triple net EPRA publié au 31 décembre 2012 des flux financiers intervenus sur la période intercalaire (période courant entre le 31 décembre 2012 et la date de signature de notre rapport) et estimer un ANR triple net EPRA à la date d'aujourd'hui.

Ces flux financiers concernent :

- Les distributions de dividendes ;
- L'évolution des valeurs ;
- Les marges sur ventes ;
- La variation des participations (pour FDR) ;
- Les travaux effectués ;
- La variation de la juste valeur des instruments financiers et des dettes à taux fixe estimée au 31 mars 2013 (date la plus récente à laquelle les éléments ont pu nous être communiqués) ;
- Le résultat net récurrent EPRA du premier semestre 2013 estimé.

Les estimations des principales variations à la date d'aujourd'hui des principaux composants de l'ANR triple net EPRA pour FDR et FDL qui nous ont été communiquées se fondent sur la meilleure connaissance du management en date de nos travaux, les valorisations définitives des portefeuilles et des instruments financiers notamment n'ayant pas encore été arrêtées à la date du présent rapport.

A partir des différents éléments obtenus et de l'estimation d'activité du management depuis le 31 décembre 2012, nous avons estimé l'ANR triple net EPRA de FDR et de FDL sur une base diluée. La parité induite de cette estimation s'élève à 2,84x. Elle reste assez proche de celle calculée au 31 décembre 2012 et se rapproche de la parité offerte dans le cadre de l'Offre.

La parité offerte aux actionnaires dans le cadre de l'Offre de 2,61x extériorise ainsi une décote de 8,2% sur la parité d'ANR triple net EPRA estimée à la date du présent rapport.

3.3.3 Méthode du cours de bourse

Les actions de FDR et FDL sont cotées sur le compartiment A d'Euronext Paris. Une analyse de la liquidité et du cours de bourse des actions FDR et FDL sont présentées ci-après.

3.3.3.1 Analyse de la liquidité

3.3.3.1.1 Analyse de la liquidité de FDR

A notre connaissance, l'actionariat de FDR se répartit comme suit :

Composition de l'actionnariat	Nombre d'actions détenues	% du capital
Flottant	25 694 261	44,4%
Delfin	17 188 789	29,7%
Covea	4 887 123	8,4%
Predica	4 668 221	8,1%
ACM Vie	3 474 342	6,0%
Cardif Assurance Vie	1 403 169	2,4%
Auto-détention	580 787	1,0%
Total	57 896 692	100%

Source : Note d'information

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 44,4% du capital, soit 25.694.261 actions.

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

Analyse de la liquidité de l'action FDR				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne (en milliers)	Titres échangés en cumul (en milliers)	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	94	1 982	3,4%	7,7%
Moyenne 3 mois	79	4 966	8,6%	19,3%
Moyenne 6 mois	62	7 690	13,3%	29,9%
Moyenne 1 an	65	16 483	28,5%	64,2%

Source : Euronext, 10/06/2013

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

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de l'importance des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 62 milliers de titres (moyenne 6 mois) et 94 milliers de titres (moyenne 1 mois).

Le nombre total de titres échangés au cours du dernier mois s'élève à 1.982 milliers, ce qui représente 3,4 % du nombre total de titres et 7,7 % du flottant.

Sur un an, le volume moyen quotidien échangé est de 65 milliers de titres. Sur cette même période le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 16.483 milliers de titres ce qui représente 28,5% de la totalité des titres et 64,2% du flottant.

Au regard de ces données, nous pouvons donc considérer le titre FDR comme liquide et retiendrons son cours de bourse pour apprécier la parité d'échange.

3.3.3.1.2 Analyse de la liquidité de FDL

L'actionnariat de FDL se présente, à notre connaissance, de la manière suivante :

Composition de l'actionnariat	Nombre d'actions détenues	% du capital
Foncière Des Régions	22 012 868	31,6%
GMF Assurances	1 580 265	2,3%
GMF Vie	6 185 723	8,9%
Covéa	1 647 875	2,4%
Assistance Protection Juridique	84 666	0,1%
MMA Vie	3 039 766	4,4%
Immobilière des MMA	973 666	1,4%
MACIF	1 715 227	2,5%
Prédica	10 494 348	15,1%
Cardif Assurance Vie	9 539 791	13,7%
Generali Vie	6 164 456	8,9%
ACM Vie	5 019 701	7,2%
Banque Populaire du Sud Ouest	239 800	0,3%
Banque Populaire de Lorraine	735 640	1,1%
Public et autocontrôle	177 212	0,3%
Total	69 611 004	100,0%

Source : Document de référence 2012

Le capital flottant (hors MACIF et Banque Populaire non représentées au conseil d'administration) représentait, à la date de l'opération, 0,3% du capital, soit 177.212 actions.

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

Analyse de la liquidité de l'action FDL				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne (en milliers)	Titres échangés en cumul (en milliers)	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	0,13	3	0,00%	1,6%
Moyenne 3 mois	0,11	7	0,01%	3,9%
Moyenne 6 mois	0,11	14	0,02%	7,6%
Moyenne 1 an	0,09	22	0,03%	12,5%

Source : Euronext, 10/06/2013

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

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

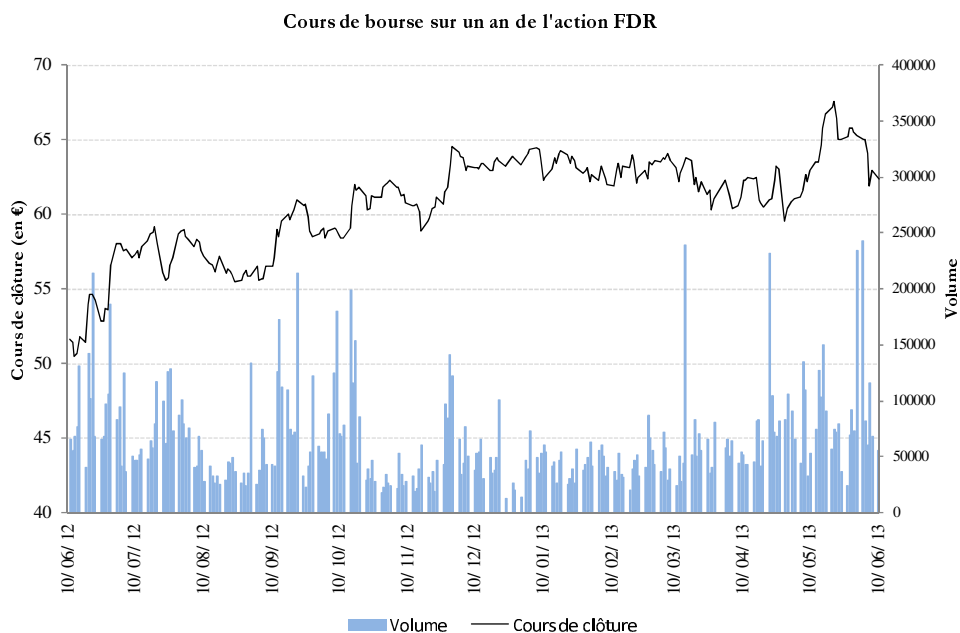
Le volume moyen quotidien échangé sur un an s'élève à 0,09 milliers. En cumul, le nombre de titres échangés s'établit à 22 milliers sur la même période, représentant 0,03% de la totalité des titres et 12,5% du flottant.

L'analyse de ces données met en exergue la faible liquidité du titre FDL. Nous retiendrons cependant le cours de bourse de FDL pour apprécier la parité d'échange proposée car il constitue une méthode de valorisation importante pour un actionnaire minoritaire.

3.3.3.2 Analyse du cours de bourse

3.3.3.2.1 Analyse du cours de bourse de FDR

L'évolution du cours de bourse de FDR sur une année est présentée ci-dessous.



FDR a vu tout d'abord son cours osciller de 51€ à 55€ de la fin du mois de mai 2012 jusqu'à début juillet 2012 avant de voir ce dernier atteindre environ 58€ en juillet 2012, suite notamment à l'annonce des résultats semestriels.

A compter de cette date, le cours de FDR a, malgré de légers décrochages, connu une tendance haussière régulière en ligne avec la hausse des marchés boursiers, et ce jusqu'à l'annonce des résultats annuels effectuée par FDR le 21 février 2013.

Depuis, le cours de bourse a fluctué entre 60€ et 68€ pour atteindre 62,4€ le 10/06/2013, dernier jour avant la publication de l'opération.

Le tableau ci-dessous présente les cours moyens de clôture pondérés par les volumes quotidiens de la société pour les périodes sélectionnées.

	€/action
Cours de clôture (le 10/06/2013)	62,4
CMPV* 1 mois	65,0
CMPV* 3 mois	63,1
CMPV* 6 mois	63,1
CMPV* 1 an	60,5

Source : Euronext, 10/06/2013

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 60,5€ (moyenne 1 an) et 65€ (moyenne 1 mois).

Au dernier jour de cotation précédant le jour de l'annonce de l'Offre, le 10 juin 2013, le cours de bourse s'élevait à 62,4€.

Les cours de référence les plus pertinents sont, selon nous, le cours de clôture au 10 juin 2013 ainsi que les cours moyens pondérés 1 mois et 3 mois qui intègrent les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

3.3.3.2.2 Analyse du cours de bourse de FDL

L'analyse du cours de bourse et sa faible liquidité nous a conduits à porter notre attention sur des transactions intervenues dans le passé sur le capital de FDL.

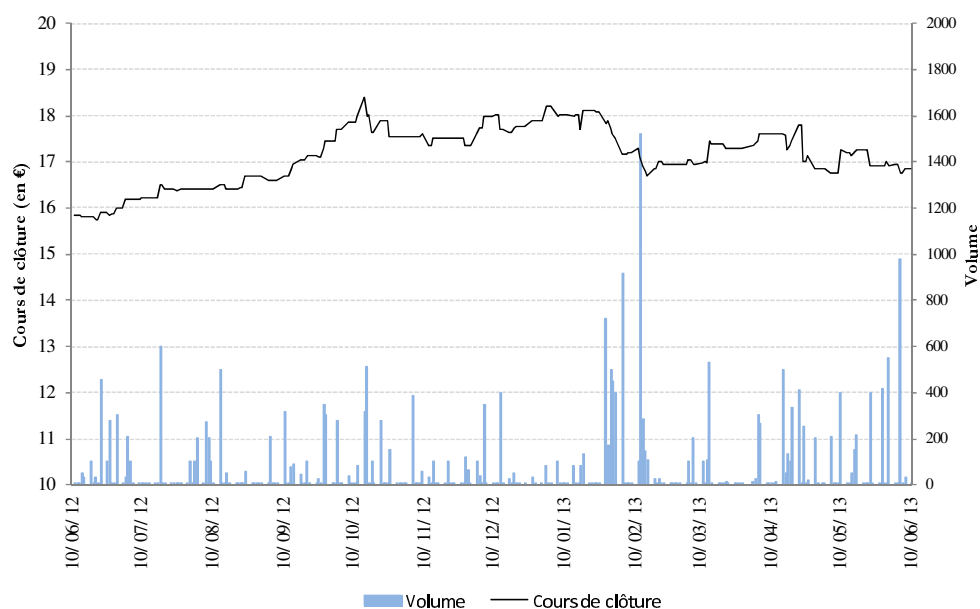
FDL a mis en place en 2009 une offre publique d'achat simplifiée sur ses propres titres dans le cadre de son programme de rachat d'actions au prix de 18€ par action qui extériorisait une prime de 42 % sur le dernier cours de Bourse avant dépôt du projet d'offre à l'AMF et présentait une légère décote sur l'ANR triple net du 30 juin 2009 (de l'ordre de 6 %). L'offre a été ouverte du 23 octobre au 5 novembre 2009 inclus. Cette opération a fortement réduit la liquidité du titre.

L'assemblée générale du 11 avril 2011 a décidé d'offrir à chaque actionnaire une option entre le paiement du dividende en numéraire ou en actions, étant précisé que cette option portait sur la totalité du dividende unitaire. L'exercice de l'option s'est déroulé entre le 6 mai et le 19 mai 2011 au prix de 18€. Le versement du dividende en actions a été souscrit par 87 % des actionnaires, 3.347.812 actions nouvelles FDL ont été créées, représentant une augmentation de capital de 33.478.120 €. Le conseil d'administration du 19 juillet 2011 a constaté que 3.347.812 actions nouvelles, de 10 € de valeur nominale chacune, émises au prix de 18 euros, ont été souscrites.

Le cours de bourse se situe aujourd'hui légèrement en deçà de cette valeur.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de FDL a évolué de la manière suivante :

Cours de bourse sur un an de l'action FDL



Dans un premier temps, le cours de bourse de FDL a connu une légère hausse passant d'environ 16€ fin mai 2012 à environ 18€ mi-octobre 2012, cette évolution étant en ligne avec l'annonce des résultats semestriels et ce en dépit d'une faible liquidité.

FDL a, dans un second temps, vu son cours se maintenir autour des 18€ jusqu'à fin janvier 2013 avant de diminuer légèrement pour s'établir à environ 17€ mi-février 2013, date à laquelle les résultats 2012 ont été publiés.

A compter de cette date, le cours de FDL a oscillé entre 17€ et 18€ avant de s'établir à 16,8€ le dernier jour de cotation précédant le jour de l'annonce de l'Offre.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 10/06/2013.

	€/action
Cours de clôture (le 10/ 06/ 2013)	16,8
CMPV* 1 mois	16,9
CMPV* 3 mois	17,2
CMPV* 6 mois	17,3
CMPV* 1 an	17,2

Source : Euronext, 10/06/2013

* Cours moyen pondéré par les volumes

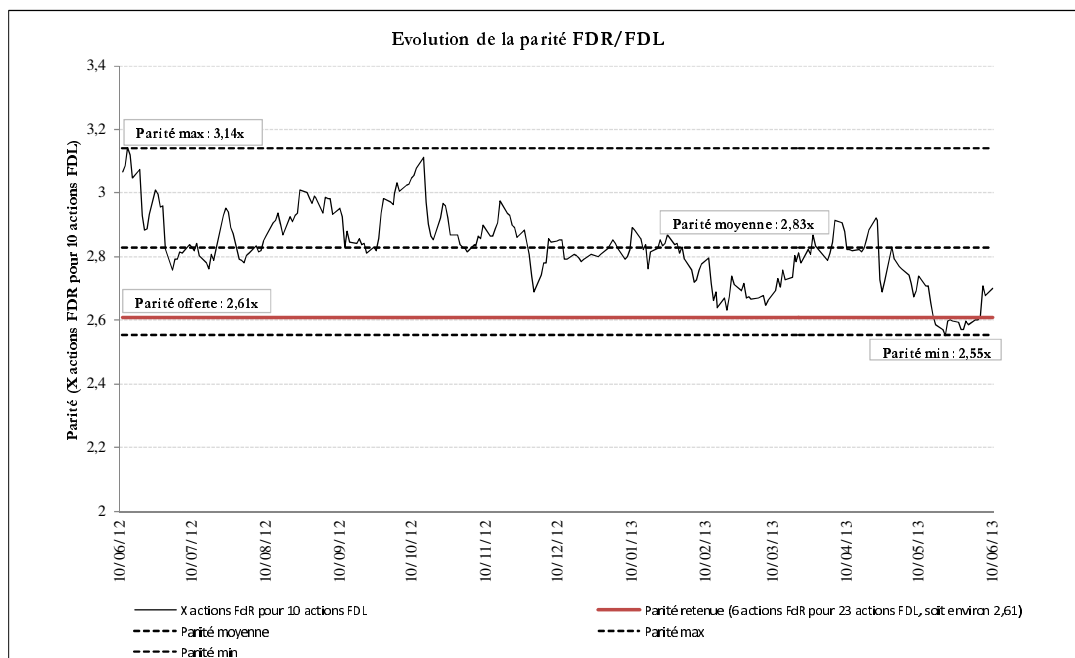
Les différentes moyennes de cours de bourse, s'échelonnent entre 16,9€ (moyenne 1 mois) et 17,3€ (moyenne 6 mois).

Le 10 juin 2013, dernier jour de cotation précédant le jour de l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'élevait à 16,8€.

Les cours de référence les plus pertinents sont, selon nous, le cours de clôture au 10 juin 2013 ainsi que les cours moyens pondérés 1 mois et 3 mois qui intègrent les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

3.3.3.3 Analyse de la parité de cours de bourse

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution de la parité au cours de la dernière année :



La parité s'échelonne entre 2,55x (niveau observé le 21 mai 2013) et 3,14x (niveau observé le 13 juin 2012).

Sur un an, la parité moyenne entre FDR et FDL s'élève à 2,83x.

Le tableau ci-dessous présente les différentes parités en fonction des différentes moyennes de cours de bourse calculées précédemment et les primes ou décotes résultant de la parité de l'offre d'échange.

Les parités calculées par la méthode des cours de bourse résultent du rapport entre les différentes moyennes et se présentent comme suit :

En €	FDL (€/action)	FDR (€/action)	Parité FDR/FDL	Prime (+)/Décote (-) induite par l'offre
Cours de clôture (le 10/06/2013)	16,8	62,4	2,70x	-3,3%
CMPV* 1 mois	16,9	65,0	2,60x	0,3%
CMPV* 3 mois	17,2	63,1	2,72x	-4,2%
CMPV* 6 mois	17,3	63,1	2,74x	-4,7%
CMPV* 1 an	17,2	60,5	2,84x	-8,0%

Source : Euronext au 10/06/2013

*CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

La parité proposée fait ressortir une décote de 3,3% sur le cours de clôture au 10/06/2013.

Elle offre une légère prime sur le cours moyen pondéré 1 mois (0,3%) et des décotes sur les CMPV 3 mois, 6 mois et 1 an. Ces décotes s'établissent entre 4,2% (CMPV 3 mois) et 8% (CMPV 1 an).

Les parités les plus pertinentes sont, selon nous, celles des cours de clôture au 10 juin 2013 ainsi que celles issues des cours moyens pondérés 1 mois et 3 mois qui intègrent mieux les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Nous retiendrons en synthèse ces dernières parités pour apprécier la parité d'échange proposée.

3.3.4 Résultat net récurrent EPRA

La méthode du résultat net récurrent EPRA (ci-après « RNR ») consiste à analyser et mettre en exergue la rentabilité récurrente des sociétés FDR et FDL sans tenir compte des marges sur cession d'actifs car considérées comme non récurrentes et dépendantes de la politique de rotation des actifs.

A l'instar de l'ANR, le RNR fait l'objet d'une publication semestrielle au format EPRA par les sociétés immobilières cotées comme FDR et FDL et constitue un indicateur clé pour apprécier la rentabilité d'une société foncière.

Le RNR se définit comme « le résultat récurrent provenant des activités opérationnelles ». Il correspond à la différence entre les loyers nets des coûts de fonctionnement et le coût de l'endettement financier auquel on agrège les impôts exigibles récurrents.

Il se différencie du résultat net publié aux normes IFRS¹⁶ car il n'intègre pas, entre autres, les éléments suivants : variations de juste valeur des actifs, marges sur cessions d'actifs, impôts sur marges sur cessions d'actifs, variations de juste valeur des instruments financiers, marges sur cessions de titres, dépréciation de l'écart d'acquisition, impôts différés et les intérêts minoritaires.

Il est considéré comme un agrégat de référence dans le secteur car à la différence de l'EBITDA¹⁷ ou de l'EBIT¹⁸, il prend en compte l'impact de la structure financière et contrairement au résultat net, il n'intègre pas la variation de juste valeur des actifs et instruments financiers, élément par nature fortement fluctuant selon les sociétés et les années.

Afin de faire ressortir la rentabilité à la fois historique et prévisionnelle des sociétés FDR et FDL et d'approcher un RNR normatif pour chaque société, il a été retenu pour déterminer les parités entre les deux sociétés, les RNR des années 2011, 2012 et 2013 (prévision).

Les RNR EPRA 2011 et 2012 pour FDR et FDL sont issus des comptes consolidés 2011 et 2012 certifiés par les commissaires aux comptes. Une analyse des RNR EPRA 2011 et 2012 de FDR et FDL est explicitée dans la partie 1. du présent rapport.

¹⁶ IFRS : International Financial Reporting Standards

¹⁷ EBITDA : Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

¹⁸ EBIT : Earnings Before Interests and Taxes

Les RNR EPRA 2013 des sociétés ont été déterminés sur la base des éléments prévisionnels qui nous ont été communiqués et des prévisions établies par les analystes financiers qui suivent la valeur FDR.

La parité issue du RNR EPRA des sociétés FDR et FDL a été calculée comme suit :

Parité issue du RNR EPRA	2013	2012	2011	Moyenne 2011-2013
RNR EPRA FDR (en m€)	nc	291,9	288,2	
Nombre d'actions post dilution (en milliers)	nc	57 526	54 474	
RNR EPRA FDR (€/action)	nc	5,07	5,29	
RNR EPRA FDL (en m€)	nc	70,1	67,1	
Nombre d'actions post dilution (en milliers)	nc	69 584	69 582	
RNR EPRA FDL (€/action)	nc	1,01	0,96	
Parité d'échange (X actions FDR pour 10 actions FDL)	1,77x	1,99x	1,82x	1,86x
<i>Prime/ (Décote) induite par l'offre</i>	<i>47,1%</i>	<i>31,4%</i>	<i>43,1%</i>	<i>40,2%</i>

nc : non communiqué

Les parités d'échange extérieures par les résultats nets récurrents des sociétés FDR et FDL s'élèvent respectivement à 1,82x en 2011, 1,99x en 2012 et 1,77x en 2013.

La parité retenue de 2,61x offre ainsi des primes respectives de 43,1% sur la parité de RNR 2011, de 31,4% sur la parité de RNR 2012 et de 47,1% sur la parité de RNR 2013.

Nous retiendrons en synthèse la parité d'échange moyenne du RNR des années 2011 à 2013 qui s'élève à 1,86x. La parité d'échange proposée offre une prime de 40,2% sur cette moyenne.

3.3.5 Engagements d'apports et de non apports

3.3.5.1 Engagements d'apports

Cette méthode consiste à utiliser comme référence l'engagement de certains actionnaires à apporter leurs titres à l'Offre.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- La promesse unilatérale d'apport à l'Offre signée entre l'ensemble Covea¹⁹ et FDR le 5 juin 2013.
- La promesse unilatérale d'apport à l'Offre signée entre ACM Vie et FDR le 28 mai 2013.

La société ACM Vie, détenant 5.019.701 actions soit 7,21% du capital de FDL, et les entités de l'ensemble « Covea », représentant 19,38% du capital de FDL et détenant ensemble 13.489.905 actions, se sont engagées à apporter leurs titres à l'Offre selon la parité proposée dans le cadre de l'opération, soit 6 actions FDR pour 23 actions FDL.

¹⁹ L'ensemble Covéa est constitué par les actionnaires suivants représentant 19,38% du capital de FDL : GAM Vie (8,89%), MMA Vie (4,37%), GMF Assurances (2,27%), Immobilière des MMA (1,40%), MAAF Assurances (1,17%), MAAF Vie (0,46%), Sécurité Pierre Investissement (0,30%), Assistance et protection Juridique (0,12%), La Sauvegarde (0,12%), Fidelia Assistance (0,02%), MAAF Santé (0,18%), Garantie Mutuelle des Fonctionnaires (0,08%) et La Cité Européenne (0,02%).

Ces engagements d'apport seront résiliés de plein droit :

- dans le cas où FDR ne déposerait pas l'Offre au plus tard le 31 juillet 2013 ;
- en cas de dépôt par un tiers agissant seul ou de concert, après le dépôt par FDR du projet de l'Offre, d'un projet d'offre publique concurrente de l'Offre, dans l'hypothèse où FDR déciderait de ne pas surenchérir.

En cas d'offres publiques concurrentes de l'Offre et de surenchères successives telles que décrites ci-dessus, et dans le cas où FDR déposerait la dernière offre ou surenchère déclarée conforme par l'AMF, les entités de l'ensemble « Covea » et ACM Vie SA apporteront la totalité des actions FDL qu'elles détiennent à cette dernière offre ou surenchère de FDR.

La lecture des promesses ne fait pas apparaître d'avantages particuliers qui seraient accordés à ces actionnaires dans le cadre de leurs engagements d'apports.

L'examen de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité de la parité de l'Offre.

La parité extériorisée par cette référence aux engagements d'apports, étant égale à celle de l'Offre, ne fait apparaître ni prime ni décote induite par l'Offre.

Nous considérons, en synthèse, que ces engagements constituent une référence pour apprécier l'équité de la parité d'échange proposée.

3.3.5.2 Engagements de non apports

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

- La lettre de confirmation de non-apport à l'Offre de Generali Vie en date du 6 juin 2013,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Predica et FDR le 31 mai 2013,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Cardif Assurance Vie et FDR en date du 6 juin 2013.

La société Generali Vie, détenant 6.164.456 actions soit 8,86% du capital de FDL, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société Predica, représentant 15,08% du capital de FDL et détenant 10.494.348 actions, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

La société Cardif Assurance Vie, représentant 13,7% du capital de FDL et détenant 9.539.791 actions s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Ces engagements de non apport seront résiliés de plein droit :

- dans le cas où FDR ne déposerait pas l'Offre au plus tard le 31 juillet 2013 ;
- en cas de dépôt par un tiers agissant seul ou de concert, après le dépôt par FDR du projet de l'Offre, d'un projet d'offre publique concurrente de l'Offre, dans l'hypothèse où FDR déciderait de ne pas surenchérir ou que sa surenchère serait déclarée non-conforme par l'AMF.

En cas d'offres publiques concurrentes de l'Offre et de surenchères successives, et dans le cas où l'initiateur déposerait la dernière offre ou surenchère déclarée conforme par l'AMF, la

société Predica s'abstiendra d'apporter tout ou partie des actions FDL qu'elles détiennent à cette dernière offre ou surenchère de FDR. Il est précisé que ni Generali Vie ni Cardif Assurance Vie n'ont pris cet engagement.

Nous comprenons que les actionnaires signataires de ces engagements de non apport ne souhaitent pas modifier leur stratégie d'investissement notamment en ce qui concerne leur exposition au secteur immobilier allemand sur lequel est positionnée FDL.

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

L'examen de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité de la parité de l'Offre.

Les parties nous ont informés, dans une lettre d'affirmation, n'avoir connaissance d'aucun autre accord que les engagements d'apports et de non apports qui seraient susceptibles d'avoir une influence significative sur la parité de l'Offre.

3.3.6 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

A titre secondaire, nous avons également retenu les méthodes suivantes :

- méthode des dividendes distribués ;
- multiples de comparables boursiers ;
- primes induites lors de transactions comparables.

3.3.7 Méthode des dividendes distribués

La méthode des dividendes distribués consiste à analyser le niveau de distribution de deux sociétés et déterminer la parité issue de ces dividendes distribués.

Afin de mettre en exergue la distribution de dividendes à la fois historique et prévisionnelle des sociétés FDR et FDL et d'essayer d'approcher un dividende normatif pour chaque société, il a été retenu pour déterminer les parités entre les deux sociétés les dividendes des années 2011, 2012 et 2013.

Les dividendes 2011 et 2012 sont des données historiques arrêtées.

Les dividendes 2013 des sociétés ont été déterminés sur la base des éléments prévisionnels qui nous ont été communiqués et des prévisions établies par les analystes financiers qui suivent la valeur FDR.

La parité issue des dividendes distribués par les sociétés FDR et FDL au titre des années 2011, 2012 et 2013 a été calculée de la façon suivante :

Parité issue des dividendes distribués	2013	2012	2011	Moyenne
Dividende par actions versé par FDL	nc	1,05	1,05	1,05
Dividende par actions versé par FDR	nc	4,20	4,20	4,20
Parité d'échange (X actions FDR pour 10 actions FDL)	2,50x	2,50x	2,50x	2,50x
<i>Prime/ (Décote) induite par l'offre</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>

nc : non communiqué

La méthode des dividendes extériorise une parité d'échange moyenne de 2,5 actions FDR pour 10 actions FDL.

La prime moyenne induite par l'Offre sur cette méthode ressort ainsi à 4,3%.

3.3.8 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats des sociétés FDR et FDL les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

3.3.8.1 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDR

3.3.8.1.1 Echantillon de sociétés comparables retenues

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

Nous avons sélectionné quatre sociétés foncières françaises dont les actifs se composent principalement de Bureaux :

- Gecina : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Icade : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Société Foncière Lyonnaise: société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Silic : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.

Les capitalisations boursières de ces sociétés sont comparables à celles de FDR et sont les suivantes :

Société	Cours moyen pondéré par les volumes (1 mois)	Capitalisation boursière ¹ (m€)
Gecina	95,1	5 969
Icade	71,2	3 684
Société Foncière Lyonnaise	39,3	1 813
Silic	91,8	1 609

Source : Infineals 10/06/2013.

¹ Moyenne 30 jours

Deux sociétés que nous avons jugées relativement proches de FDR (Société de la Tour Eiffel et Eurosic) ont finalement été écartées ; la Société de la Tour Eiffel présente une capitalisation

boursière très inférieure à l'ensemble des comparables et la société Eurosic ne présente pas une liquidité suffisante.

Les secteurs d'activités des sociétés comparables retenues ont été analysés et sont détaillés ci-dessous :

Sociétés	Valeur du patrimoine HD 2012	Répartition par types d'actifs				
	m€	Bureaux	Logements	Centres commerciaux	Parc tertiaires	Mixtes/ Autres
Gecina	11 048	61%	27%	0%	0%	13%
Icade	6 850	39%	4%	6%	23%	28%
Société foncière lyonnaise	3 744	74%	1%	25%	0%	0%
Silic	3 382	81%	0%	4%	0%	15%

Source : site web et document de référence 2012

La répartition des actifs des sociétés comparables est cohérente avec celle de FDR, avec une prédominance pour l'immobilier de bureaux.

3.3.8.1.2 *Choix des multiples et multiples obtenus*

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

- La prime / décote sur ANR triple net EPRA par action (calculée sur la base du dernier ANR triple net EPRA publié, part du groupe, retraité du dividende).
- Le multiple de cash flow courant (estimé sur la base du cash flow courant 2012 publié, après frais financier, après impôts et part du groupe) qui s'apparente au résultat net récurrent.

Nous avons exclu plusieurs multiples de notre champ d'analyse qui apparaissent comme non pertinents. Ces indicateurs sont d'ailleurs usuellement écartés par les analystes financiers dans le cadre de l'évaluation de sociétés foncières :

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

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

Echantillon FDR		
Société	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA	Prix / CFC ¹
	2012	2012
Gecina	-1,1%	18,7x
Icade	-7,7%	14,6x
Société Foncière Lyonnaise	-10,4%	26,4x
Silic	-4,5%	15,5x
Mediane	-6,1%	17,1x

Source : InFinancials au 10/06/2013 et documents de référence 2012

¹ CFC : Cash flow courant qui s'apparente au résultat net récurrent par action

3.3.8.1.3 Résultats

Nous avons retenu les multiples médians d'ANR triple net EPRA et de Prix / CFC. Le tableau ci-dessous synthétise la valeur induite de l'action FDR obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation induite de FDR (€/action)	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA	Prix / CFC ¹
	2012	2012
Multiple de référence médian	-6,1%	17,1x
Agrégats FDR ²	62,4	5,07
Valorisation induite de FDR (€/action)	58,6€	86,9€

¹ CFC : Cash flow courant qui s'apparente au résultat net récurrent par action

² Agrégat calculé sur la base du nombre d'actions à la clôture après dilution

En appliquant le multiple médian de primes / décotes sur ANR triple net EPRA observé sur l'échantillon de société comparables à l'agrégat de FDR nous obtenons une valorisation induite de l'action FDR post détachement du coupon de 58,6€.

En appliquant le multiple médian de cash flow courant observé sur l'échantillon de sociétés comparables au cash flow courant de FDR, nous obtenons une valorisation induite de l'action FDR post détachement du coupon de 86,9€.

3.3.8.2 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables à FDL

3.3.8.2.1 Echantillon de sociétés comparables retenues pour FDL

FDL est une société foncière qui possède des actifs résidentiels en Allemagne pour 74% de son patrimoine et en France pour 26% de son patrimoine.

Nous avons en conséquence retenu un échantillon composé de cinq sociétés ayant des actifs résidentiels en Allemagne et de deux sociétés ayant entre autre des actifs résidentiels en France pour garder cette proportion.

Parmi les foncières françaises, nous avons sélectionné les deux sociétés qui possèdent un patrimoine résidentiel de taille significatif.

Les sociétés comparables à FDL que nous avons retenues dans notre échantillon sont les suivantes :

- Gecina : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Leg Immobilien AG : société allemande cotée sur le Frankfurt Stock Exchange.
- TAG Immobilien AG : société allemande cotée sur le Frankfurt Stock Exchange.
- Gagfah : société enregistrée au Luxembourg cotée sur le Frankfurt Stock Exchange.
- Deutsche Wohnen : société allemande cotée sur le Frankfurt Stock Exchange.
- ANF immobilier : société française cotée sur le NYSE – Euronext Paris.
- Conwert Immobilien Invest AG : société autrichienne cotée sur le Vienna Stock Exchange.

Sociétés	Cours moyen pondéré par les volumes (1 mois)	Capitalisation boursière ¹ (m€)
Gecina	95,1	5 969
Deutsche Wohnen	14,4	2 318
Leg	43,4	2 300
Gagfah	9,9	1 933
Tag Immobilien AG	9,1	1 192
Conwert Immobilien	8,8	730
Anf Immobilier	22,6	393

Source : *Infancia* 10/06/2013.

¹ Moyenne 30 jours

Les secteurs d'activités des sociétés comparables retenus ont été analysés et sont détaillés ci-dessous :

Sociétés	Valeur du patrimoine HD 2012	Répartition par types d'actifs		
	m€	Bureaux	Résidentiel	Mixtes/Autres
Gecina	11 048	61%	27%	12%
Gagfah	7 741		78%	22%
Leg	4 937		98%	2%
Deutsche Wohnen	4 320		100%	
Tag Immobilien AG	3 665		87%	13%
Conwert Immobilien	2 510	41%	59%	
Anf Immobilier	884	22%	24%	54%

Source : site web et document de référence 2012

Les sociétés Gagfah, Leg Immobilien, Tag Immobilien, Deutsche Wohnen et Conwert Immobilien AG présentent un patrimoine investi en actifs résidentiels réparti sur plusieurs régions d'Allemagne.

Les foncières françaises sélectionnées (les sociétés ANF immobilier et Gecina) sont les seules qui possèdent un patrimoine résidentiel de taille significative. Ainsi, 24% du patrimoine d'ANF immobilier et 27% du patrimoine de Gecina est investi dans des actifs résidentiels.

3.3.8.2.2 Choix des multiples et multiples obtenus

Les multiples considérés comme pertinents dans le cadre de cette analyse sont les mêmes que ceux retenus pour l'analyse de FDR.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des comparables de l'échantillon.

Echantillon FDL		
Société	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA	Prix / CFC ¹
	2012	2012
Gecina SA	-1,1%	18,7x
LEG Immobilien AG	11,6%	17,3x
Deutsche Wohnen AG	33,5%	26,7x
Gagfah SA	-6,6%	20,2x
TAG Immobilien AG	4,9%	21,7x
Conwert Immobilien Invest AG	-28,5%	35,3x
ANF-Immobilier S.A.	-23,9%	15,4x
Mediane	-1,1%	20,2x

Source : InFinancials au 10/06/2013 et documents de référence 2012

¹ CFC : Cash flow courant qui s'apparente au résultat net récurrent par action

3.3.8.2.3 Résultats

Nous avons retenu les multiples médians d'ANR triple net EPRA et de Prix / CFC.

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

Valorisation induite de FDL (€/action)	Prime (+) / décote (-) sur ANR triple net EPRA	Prix / CFC ¹
	2012	2012
Multiple de référence médian	-1,1%	20,2x
Agrégats FDL ²	18,2	1,01
Valorisation induite de FDL (€/action)	18,0€	20,4€

¹ CFC : Cash flow courant qui s'apparente au résultat net récurrent par action

² Agrégat calculé sur la base du nombre d'actions à la clôture après dilution

En appliquant le multiple médian de primes / décotes sur ANR triple net observé sur l'échantillon de sociétés comparables à l'agrégat de FDL nous obtenons une valorisation induite de l'action FDL post détachement du coupon de 18,0€.

En appliquant le multiple médian de cash flow courant observé sur l'échantillon de sociétés comparables au cash flow courant de FDL, nous obtenons une valorisation induite de l'action FDL post détachement du coupon de 20,4€.

3.3.8.3 Synthèse - parité induite par l'application des multiples des comparables boursiers

Le tableau ci-dessous synthétise les parités obtenues par l'application des multiples médians des comparables boursiers aux agrégats de FDL et FDR.

Rapport d'Echange	ANR triple net EPRA	CFC ¹
Valorisation de FDR (€/action)	58,6€	86,9€
Valorisation de FDL (€/action)	18,0€	20,4€
Parité induite	3,06x	2,35x
Parité de l'Offre	2,61x	2,61x
Prime (+) / Décote (-) induite par l'Offre	-14,8%	11,1%

¹ CFC : Cash flow courant qui s'apparente au résultat net récurrent par action

La parité induite par l'application des multiples médians de Primes / décotes sur ANR triple net EPRA sur les agrégats des sociétés FDL et FDR est de 3,06x. La parité retenue extériorise donc une décote de 14,8% par rapport à la parité obtenue par l'application des multiples médians de Primes / décotes sur ANR triple net EPRA.

La parité induite par l'application des multiples médians de cash flow courant sur les agrégats des sociétés FDL et FDR est de 2,35x. La parité retenue extériorise une prime de 11,1% par rapport à la parité obtenue par l'application des multiples médians de cash flow courant.

3.3.9 Parité issue de la valorisation par multiples de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers des sociétés objets de la parité d'échange une moyenne des multiples constatés lors de transactions les plus comparables.

3.3.9.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu les deux dernières offres publiques d'échange qui concernaient des sociétés immobilières.

Notre choix s'est porté, sur l'offre publique d'échange initiée par Icade visant les actions de la société Silic en avril 2012, et sur l'offre publique mixte simplifiée initiée par Patrimoine et Commerce sur les actions de la société Foncière Sepric en janvier 2013. Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent des caractéristiques comparables à l'offre publique d'échange lancée par FDR sur les actions de FDL.

Les cibles et les initiateurs des opérations apparaissent également comme comparables puisqu'ils opèrent dans le secteur immobilier.

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

3.3.9.2 Analyse des transactions

3.3.9.2.1 Patrimoine et commerce / Sepric

La transaction Patrimoine & Commerce / Sepric a eu lieu en janvier 2013. Le rapport d'échange proposé dans le cadre de l'offre mixte simplifiée principale est de 11 actions Patrimoine & commerce pour 20 actions Foncière Sepric complété d'une soulte de 0,91€ pour chaque action Foncière Sepric.

Ce rapprochement avait pour objet de créer une foncière cotée de premier plan spécialisée dans les actifs commerciaux périurbains.

Il est précisé dans la note d'opération que les méthodes d'évaluation privilégiées étaient celles de l'ANR de liquidation et du cours de bourse.

3.3.9.2.2 Icade / Silic

La transaction ICADE / Silic a eu lieu en avril 2012, avec un rapport d'échange de 5 actions Icade pour 4 actions Silic. Ce rapprochement entre les deux foncières s'était inscrit dans le cadre de la stratégie de tertiairisation d'Icade principalement centrée sur l'Ile de France.

Il est précisé dans la note d'opération que les méthodes d'évaluation privilégiées étaient celles de l'ANR de liquidation et du cours de bourse.

3.3.9.3 Méthode des multiples de primes / décotes d'ANR induits

Afin d'apprécier la parité offerte par FDR, nous avons eu recours à deux approches issues de la méthode des transactions comparables : l'approche par les primes et décotes sur cours de bourse induites et l'approche par les primes et décotes d'ANR triple net EPRA induites ; le cours de bourse et l'ANR triple net EPRA constituant les méthodes principales des transactions analysées.

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

Par ailleurs, nous avons, pour les deux offres, utilisé l'ANR triple net EPRA coupon détaché de FDL et FDR afin de refléter au mieux les conditions de l'échange.

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

Approche prime offerte	Prime offerte (%) (1)	ANR Triple net EPRA FDL (€/action) (2)	Valeur induite par action FDL (€/action) (3) = (2) + (2) * (1)	ANR Triple net EPRA FDR* (€/action) (4)	Parité recalculée (5) = (3) / (4) * 10	Prime (+) / Décote (-) induite par l'Offre (6) = ((7) - (5)) / (5)
Pat. & Com. / Sepric	3,50%	18,2	18,8	62,4	3,01x	-13,3%
Icade / Silic	4,20%	18,2	18,9	62,4	3,03x	-13,9%
		Moyenne	18,8	62,4	3,02x	-13,6%

Parité 6 FDR contre 23 FDL (7) **2,61 (parité proposée aux actionnaires de FDL)**

*L'ANR Triple net EPRA de FDR s'entend coupon détaché pour l'opération Pat. et Com./Sepric et pour l'opération Icade/Silic

En appliquant les primes offertes sur l'ANR lors de chaque transaction à l'agrégat de FDL correspondant, nous arrivons à une valeur induite d'ANR triple net EPRA par action de FDL de 18,8€.

En conséquence la parité retenue extériorise une décote de 13,3% par rapport à la parité issue de l'application des multiples issus de la transaction Sepric / Patrimoine & Commerce et extériorise une décote de 13,9% par rapport à la parité issue de l'application des multiples issus de la transaction ICADE / SILIC.

En moyenne, la parité de l'Offre extériorise une décote de 13,6% par rapport à la parité issue de l'application des multiples de transactions comparables calculés sur les primes / décotes d'ANR induites.

3.3.9.4 Méthode des cours de bourse induits

Dans le cadre de la transaction Icade / Silic, les primes (ou décotes) extériorisées par la parité offerte aux actionnaires de Silic sur les différentes parités de cours de bourse sont calculées de la manière suivante :

En €	Cours Silic (1)	Cours Icade (2)	Parité Silic/Icade (3) = (1) / (2)	Prime (+) / Décote (-) induite par l'offre (4) = ((5) - (3)) / (3)
Spot au 24/ 11/ 2011	66,30	50,55	1,31x	-4,7%
CMPV 1 mois	73,57	59,19	1,24x	0,6%
CMPV 3 mois	74,00	61,83	1,20x	4,4%
Ratio proposé (5)	1,25x (5 actions Icade pour 4 actions Silic)			

Les cours spot au 24 novembre 2011, date de référence de l'offre visant les titres de Silic initiée par Icade, font apparaître une décote de 4,7%.

Les primes induites sur le cours de bourse de Silic lors de l'offre d'Icade se situent entre 0,6% (cours moyen 1 mois) et 4,4% (cours moyen 3 mois).

Dans le cadre de la transaction Patrimoine et Commerce / Foncière Sepric, les primes (ou décotes) extériorisées par la parité offerte aux actionnaires de Foncière Sepric sur les différentes parités de cours de bourse sont calculées de la manière suivante :

En €	Cours Foncière Sepric (1)	Cours Patrimoine & Commerce (2)	Contrevaieur Foncière Sepric (3) = (2) * (11/20) + 0,91€	Prime (+) / Décote (-) induite par l'offre (4) = ((3) - (1)) / (1)
Spot	8,26	13,43	8,30	0,4%
CMPV 1 mois	8,28	13,32	8,24	-0,5%
CMPV 3 mois	8,25	13,24	8,19	-0,7%
Ratio proposé (5)	11 actions Patrimoine & Commerce plus une soulte de 0,91€ contre 20 actions SEPRIC			

La parité proposée aux actionnaires de Foncière Sepric offre une prime de 0,4% sur la parité de cours de bourse spot.

Elle induit en revanche des décotes respectives sur les parités de cours de bourse 1 mois et 3 mois de 0,5% et 0,7%.

Les résultats obtenus par l'application des primes / décotes offertes lors de l'offre visant les titres de Silic initiée par Icade se présentent comme suit :

Approche prime offerte	Prime offerte (%) (1)	Cours FDL (€/action) (2)	Valeur induite par action FDL (€/action) (3) = (2) + (2) * (1)	Cours FDR (€/action) (4)	Parité recalculée (5) = (3) / (4) * 10	Prime (+) / Décote (-) induite par l'Offre (6) = ((7) - (5)) / (5)
Spot au 10/ 06/ 2013	-4,7%	16,8	16,1	62,4	2,57x	1,4%
CMPV 1 mois	0,6%	16,9	17,0	65,0	2,62x	-0,3%
CMPV 3 mois	4,4%	17,2	17,9	63,1	2,84x	-8,3%
Moyenne			17,0	63,5	2,68x	-2,4%
Parité 6 FDR contre 23 FDL (7)		2,61x (parité proposée aux actionnaires de FDL)				

Sur la base des primes ou décotes induites par l'offre Icade sur les différentes parités de cours de bourse, la parité moyenne recalculée s'élève à 2,68x, extériorisant ainsi une décote moyenne induite par l'Offre de 2,4%.

Les résultats obtenus par l'application des primes offertes lors de l'offre visant les titres de Foncière Sepric initiée Patrimoine et Commerce se présentent de la façon suivante :

Approche prime offerte	Prime offerte (%) (1)	Cours FDL (€/action) (2)	Valeur induite par action FDL (€/action) (3) = (2) + (2) * (1)	Cours FDR (€/action) (4)	Parité recalculée (5) = (3) / (4) * 10	Prime (+) / Décote (-) induite par l'Offre (6) = ((7) - (5)) / (5)
Spot au 10/ 06/ 2013	0,4%	16,8	16,9	62,4	2,71x	-3,8%
CMPV 1 mois	-0,5%	16,9	16,8	65,0	2,59x	0,8%
CMPV 3 mois	-0,7%	17,2	17,1	63,1	2,70x	-3,5%
Moyenne			16,9	63,5	2,67x	-2,2%
Parité 6 FDR contre 23 FDL (7)		2,61x (parité proposée aux actionnaires de FDL)				

La parité moyenne recalculée se basant sur les primes ou décotes induites par l'offre Patrimoine & Commerce sur les différentes parités de cours de bourse s'élève à 2,67x, extériorisant ainsi une décote moyenne induite par l'Offre de 2,2%.

3.3.9.5 Transactions comparables – synthèse des méthodes

Les parités extériorisées par référence aux primes ou décotes offertes sur l'ANR triple net EPRA et le cours de bourse lors de transactions comparables sont résumées ci-après :

	Opération Icade/Silic	Opération Pat. & Com. /Sepric	Moyenne	Prime (+) / Décote (-) induite par l'Offre
ANR triple net EPRA	3,03x	3,01x	3,02x	-13,6%
Moyenne des cours de bourse (spot, CMPV 1 mois, CMPV 3 mois)	2,68x	2,67x	2,67x	-2,4%
Moyenne			2,85x	-8,0%

La parité retenue extériorise une décote de 2,4% par rapport à la parité issue de la moyenne des cours de bourse et une décote de 13,6% par rapport à la parité issue de l'ANR triple net EPRA.

La parité de l'Offre extériorise une décote moyenne de 8% par rapport à la parité issue de l'application des multiples de transactions comparables.

4 ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE DE L'OFFRE DES BANQUES PRESENTATRICES

Les travaux et conclusions des banques présentatrices sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

4.1 Eléments d'appréciation de la parité de l'Offre

Pour apprécier la parité d'échange proposée, les banques présentatrices ont retenu les approches suivantes.

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de la valorisation des flux de trésorerie actualisés (« DCF ») ;
- Méthode de l'actualisation des flux de dividendes ;
- Méthode des transactions de référence sur le capital ;
- Méthode du cours cible des analystes.

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

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues

A titre principal :

- Méthode de la parité issue de l'actif net réévalué EPRA triple net ;
- Méthode de la parité issue du cours de bourse ;
- Méthode de la parité issue du résultat net récurrent EPRA.

A titre secondaire :

- Méthode de la parité issue des dividendes distribués ;
- Méthode de la parité issue de la valorisation par multiples de comparables boursiers ;
- Méthode de la parité issue de la valorisation par multiples de transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation avec les banques initiatrices sur les méthodes d'évaluation qui ont été retenues ou écartées si ce n'est que nous avons considéré les engagements d'apports d'ACM Vie et de l'ensemble Covea comme un critère de référence en le retenant parmi les méthodes retenues à titre principal.

Nous avons, en revanche, des divergences d'appréciation avec les banques initiatrices sur la méthodologie appliquée pour chaque méthode d'évaluation.

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

4.2 Nombre d'actions retenu dans les différentes méthodes

Le nombre d'actions de référence que nous avons retenu s'entend comme le nombre d'actions total, minoré de l'auto-détention et augmenté des titres que nous avons jugés comme potentiellement dilutifs (actions gratuites pour FDR). Le détail du calcul menant au nombre d'actions que nous avons retenu est présenté en 3.1.2. du présent rapport.

Les banques présentatrices ont, quant à elles, retenu les nombres d'actions en circulation à la clôture pour l'ensemble des méthodes hormis pour la méthode de la parité issue du RNR EPRA où un nombre d'actions moyens dilués a été retenu.

Les écarts relatifs au nombre d'actions retenus n'ont pas d'impact significatif sur les différentes parités extériorisées.

4.3 Méthode de la parité issue de l'ANR triple net EPRA

Les banques présentatrices se sont appuyées sur les ANR triple net EPRA au 31/12/2012 et au 30/06/2012 issus des documents de référence et retraités du dividende pour déterminer la parité issue de l'ANR triple net EPRA.

Pour notre part, nous avons exclu l'ANR triple net EPRA au 30/06/2012 qui est moins représentatif des conditions de marché actuelles. Nous avons en revanche estimé sur la base des informations qui nous ont été communiquées par le management un ANR triple net EPRA à la date la plus proche de l'opération pour approcher au mieux la situation patrimoniale actuelle des deux sociétés et le rapport d'échange proposé.

4.4 Référence au cours de bourse

Les banques présentatrices ont retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par les banques présentatrices et des parités qui en découlent reprend le cours de clôture au 10 juin 2013 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an.

Nous avons également privilégié le cours de clôture du jour qui précède la date d'annonce de l'opération et les moyennes 1 mois et 3 mois pour l'appréciation de la parité d'échange car elles intègrent, selon nous, les dernières données de marché.

Notre analyse du cours de bourse fait apparaître de légers écarts avec les banques présentatrices sur les volumes retenus, les cours de clôture étant identiques. Ces écarts sont liés au fait que les banques présentatrices utilisent la source Datastream alors que nous utilisons la base de données NYSE Euronext pour déterminer les cours moyens pondérées. Il

en suit un léger écart (de l'ordre de 0,1€) sur le cours moyen pondéré par les volumes 3 mois de FDR.

4.5 Méthode de la parité issue du résultat net récurrent EPRA

Les banques présentatrices ont retenu le critère de la parité issue du résultat net récurrent EPRA 2012.

Pour notre part, nous avons retenu les RNR des années 2011, 2012 et 2013 (prévision) pour déterminer les parités entre les deux sociétés, afin de faire ressortir la rentabilité à la fois historique et prévisionnelle des sociétés FDR et FDL et d'approcher une parité issue du RNR normatif.

La différence observée sur la parité de RNR de l'année 2012 provient du nombre d'actions retenus dans le cadre de cette méthode, tel qu'explicité dans la partie 4.2 de ce rapport.

4.6 Méthode de la parité issue des dividendes distribués

Les banques présentatrices ont retenu le critère de la parité issue des dividendes distribués en 2012.

Pour notre part, nous avons retenu les dividendes des années 2011, 2012 et 2013 (prévision) pour déterminer les parités entre les deux sociétés, afin de mettre en exergue la distribution de dividendes à la fois historique et prévisionnelle des sociétés FDR et FDL et d'approcher une parité issue de la méthode des dividendes normative.

4.7 Méthode des comparables boursiers

4.7.1 Choix des échantillons

Nous n'avons pas d'écarts d'appréciation sur l'échantillon de comparables à FDR choisi par les banques présentatrices.

Concernant FDL, l'échantillon retenu par les banques présentatrices est composé de quatre sociétés (Leg Immobilien, Gagfah, Tag Immobilien AG et Gecina) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de FDL.

Nous considérons ces quatre sociétés, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables.

Nous avons, pour notre part, retenu sept sociétés : les quatre sociétés citées ci-dessus et retenues par les banques présentatrices ainsi que trois sociétés supplémentaires :

- Deutsche Wohnen : société foncière allemande,
- Conwert Immobilien AG : société foncière autrichienne,
- ANF immobilier : société foncière française.

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

4.7.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par les banques présentatrices sont le multiple de cash flow courant et le multiple de prime / décote sur ANR triple net EPRA.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation avec les banques présentatrices sur les agrégats de FDL et FDR retenus pour appliquer cette méthode.

Nous avons, pour notre part, retenu, un multiple médian afin d'éliminer les valeurs extrêmes issues des ratios retenus et nous avons intégré l'ensemble des multiples issus des échantillons retenus (les banques présentatrices ont exclu le multiple de cash flow courant de SFL compte tenu du poids significatif chez SFL des actifs en développement).

Nous avons noté de légers écarts avec les banques initiatrices sur les cours moyens pondérés 30 jours qui proviennent des bases de données utilisées : les banques présentatrices utilisent Datastream alors que nous utilisons NYSE Euronext et Infinancials.

4.7.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La parité de l'Offre extériorise une décote de 17,2% par rapport à la parité obtenue de 3,15x par l'application des multiples de Primes et Décotes sur ANR triple net EPRA retenus par les banques présentatrices.

La parité de l'Offre extériorise une prime de 12,5% par rapport à la parité obtenue de 2,32x par l'application des multiples de cash flow courant retenus par les banques présentatrices.

Pour notre part, la parité de l'Offre extériorise une décote de 14,8% par rapport à la parité de 3,06x obtenue par l'application des multiples médians de Primes / décotes sur ANR triple net EPRA et une prime de 11,1% par rapport à la parité obtenue de 2,35x par l'application des multiples médians de cash flow courant.

Les différences observées quant aux primes et décotes observées proviennent essentiellement des multiples médians de l'échantillon FDL.

4.8 **Méthode des transactions comparables**

4.8.1 Choix de la transaction et méthodologie

La transaction retenue par les banques présentatrices concerne l'opération d'offre publique d'échange visant les actions de la société Silic initiée par la société Icade.

Nous avons, pour notre part, retenu deux transactions : la transaction citée ci-dessus et retenue par les banques présentatrices ainsi que l'offre publique mixte simplifiée visant les actions de la société Foncière Sepric initiée par la société Patrimoine et Commerce.

4.8.2 Choix du multiple

Les banques présentatrices ont opté pour l'utilisation de la prime extériorisée par l'offre sur l'ANR triple net EPRA. Notre analyse nous a conduits à déterminer également une parité sur la base des primes (ou décotes) extériorisées sur les différentes moyennes de cours de bourse.

4.8.3 Conclusion sur la méthode

La parité de l'Offre extériorise une décote de 13,6% par rapport à la parité issue de l'application par les banques présentatrices des multiples de transactions comparables.

Selon notre méthodologie décrite dans la partie 3 du présent rapport, la parité retenue extériorise une décote moyenne de 8% par rapport à la parité issue de l'application des multiples de transactions comparables.

5 CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE LA PARITE OFFERTE

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et les banques présentatrices :

	Banques Présentatrices	Expert Indépendant	Prime (+) / Décote (-)
	Parité FDR/FDL	Parité FDR/FDL	induite par le rapport d'échange de 2,61x
Méthodes retenues à titre principal			
ANR triple net EPRA			
Actualisé à la date de notre rapport	na	2,84x	-8,2%
Au 31/ 12/ 2012	2,90x	2,91x	-10,4%
Au 30/ 06/ 2012	2,74x	na	na
Cours de bourse			
Spot au 10/ 06/ 2013	2,70x	2,70x	-3,3%
Moyenne 1 mois	2,60x	2,60x	0,3%
Moyenne 3 mois	2,72x	2,72x	-4,2%
Moyenne 6 mois	2,74x	na	na
Moyenne 9 mois	2,79x	na	na
Moyenne 12 mois	2,84x	na	na
Résultat net récurrent	1,94x	1,86x	40,2%
Engagements d'apports	na	2,61x	0,0%
Méthodes retenues à titre secondaire			
Dividendes	2,50x	2,50x	4,3%
Comparables boursiers			
ANR triple net EPRA	3,15x	3,06x	-14,8%
Cash-flow courant	2,32x	2,35x	11,1%
Transactions comparables			
ANR triple net EPRA	3,02x	3,02x	-13,6%
Cours de bourse	na	2,67x	-2,4%

La parité d'échange proposée de 6 actions FDR pour 23 actions FDL dans le cadre de la présente offre :

- présente des décotes respectives de 10,4% et 8,2% sur la parité ressortant de la méthode de l'ANR triple net EPRA au 31/12/2012 et sur la parité ressortant de la méthode de l'ANR triple net EPRA actualisé à la date de notre rapport ;
- présente sur la méthode du cours de bourse des décotes respectives de 3,3% et 4,2% sur le cours de clôture au 10 juin 2013 et sur le cours moyen 3 mois, et une prime de 0,3% sur le cours moyen 1 mois ;
- présente une prime de 40,2% sur la parité ressortant de la méthode du résultat net récurrent EPRA ;

La parité d'échange proposée correspond par ailleurs à la parité à laquelle les actionnaires ACM Vie et Covéa se sont engagés à apporter à l'Offre.

Concernant les méthodes retenues à titre secondaire, la parité d'échange proposée aux actionnaires de FDL :

- présente une prime de 4,3% sur la parité extériorisée par la méthode des dividendes versés ;
- présente une décote de 14,8% sur la parité retenue par l'application de multiples d'ANR triple net EPRA observées sur des sociétés comparables et une prime de 11,1% par l'application de multiples de cash-flow courant observées sur des sociétés comparables ;
- présente des décotes respectives de 2,4% et 13,6% et sur les parités ressortant de la méthode des primes induites observées sur l'ANR triple net EPRA et sur le cours de bourse lors de transactions comparables.

La présente Offre permet aux actionnaires de FDL qui le souhaitent d'échanger tout ou partie de leurs actions à une parité équitable tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Le rapport d'échange de l'Offre Publique d'Echange offre les mêmes conditions que celles obtenues par certains actionnaires dans le cadre de leurs apports.

Les actionnaires de FDL qui le souhaitent se voient offerts par FDR, dans le cadre de cette opération, la possibilité d'accéder à une plus grande liquidité.

Les méthodes d'évaluation retenues encadrent la parité proposée. Elles extériorisent des légères décotes sur l'approche patrimoniale (ANR triple net EPRA, multiples boursiers assis sur l'ANR triple net EPRA et transactions comparables) et des primes sur les critères de rentabilité (RNR, dividendes et multiples de cash flow courant). De même, les parités issues des moyennes 1 mois et 3 mois du cours de bourse encadrent la parité proposée.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Echange proposant un rapport d'échange de 6 actions FDR pour 23 actions FDL, soit environ 2,61 actions FDR pour 10 actions FDL, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société FDL.

Fait à Paris, le 12 juin 2013

L'expert indépendant

HORWATH AUDIT FRANCE

Olivier Grivillers