

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE FAITE AUX ACTIONNAIRES DE



PORTANT SUR 1.681.044 ACTIONS FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

**REALISEE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D' ACTIONS
AUTORISE PAR L'ASSEMBLEE GENERALE MIXTE DU 9 AVRIL 2009**

PRESENTEE PAR



PRIX DE L'OFFRE : 18 EUROS PAR ACTION

DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NEGOCIATION

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 20 octobre 2009, apposé le visa n°09-301 en date du 20 octobre 2009 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par Foncière Développement Logements et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Foncière Développement Logements (www.fdlogements.fr), et peut être également obtenue sans frais auprès de :

- Foncière Développement Logements, 30 avenue Kléber, 75116 Paris ;
- Société Générale, GLFI/GCM/SEG, 75886 Paris Cedex 18 ;
- CALYON, 9, quai du Président Paul Doumer, 92920 Paris la Défense Cedex.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Foncière Développement Logements seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	Présentation de l'opération	3
1.1	Conditions générales de l'Offre.....	3
1.2	Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.2.1	Motifs de l'Offre.....	3
1.2.2	Intention de la Société pour les douze mois à venir	4
1.3	Cadre juridique de l'Offre.....	5
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	7
1.4.1	Projet de transformation de FDL en société anonyme	7
1.4.2	Projet d'apports d'actifs immobiliers au profit de la Société	8
1.5	Modalités de l'Offre.....	9
1.6	Calendrier prévisionnel de l'Offre	10
1.7	Intentions des actionnaires de la Société	10
1.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	11
1.9	Régime fiscal de l'Offre	11
1.9.1	Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel.....	11
1.9.2	Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés.....	12
1.9.3	Actionnaires dont la résidence fiscale est située hors de France	13
1.9.4	Autres actionnaires	14
1.10	Modalités de financement et frais liés à l'Offre.....	14
1.11	Incidence de l'Offre sur l'actionariat et les comptes de la Société	14
1.11.1	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société	14
1.11.2	Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société.....	16
2.	Eléments d'appréciation du prix offert.....	17
2.1	Synthèse des éléments d'appréciation du prix offert	17
2.2	Méthodologie d'évaluation.....	17
2.2.1	Critères d'évaluation retenus	17
2.2.2	Critères écartés dans le cadre de l'appréciation du prix offert	18
2.3	Eléments détaillés d'appréciation du prix offert.....	19
2.3.1	Actif Net Réévalué au 30 juin 2009	19
2.3.2	Cours de bourse	19
2.3.3	Flux de trésorerie actualisés (« DCF »).....	20
2.3.4	Primes / décotes observées dans le cadre des transactions comparables récentes.....	22
2.3.5	Multiples boursiers.....	23
3.	Rapport de l'expert indépendant.....	25
4.	Informations relatives à la Société.....	56
5.	Personnes assumant la responsabilité de la note d'information	57

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Conditions générales de l'Offre

En application de l'autorisation qui lui a été conférée par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 9 avril 2009, conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce, le Gérant de Foncière Développement Logements, société en commandite par actions au capital de 600 103 360 €, dont le siège social est situé 30 avenue Kléber, 75116 Paris, et dont le numéro d'immatriculation est 552 043 481 - RCS Paris (ci-après la « **Société** » ou « **FDL** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de FDL de racheter leurs actions dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du Règlement général de l'AMF.

Le descriptif du programme de rachat prévu à l'article 241-2 du Règlement général de l'AMF a été publié le 3 juillet 2009 et est disponible sur le site Internet de la Société (www.fdllogements.fr).

Le prix de l'Offre est de 18 euros par action de la Société.

L'Offre pourra porter sur un maximum de 1.681.044 actions de la Société, représentant 2,80% du capital social, en ce y compris les 30.539 actions détenues par la Société dans le cadre de son contrat de liquidité. Il est précisé qu'à la date du dépôt du projet d'Offre la Société ne détenait directement aucune autre de ses actions. Compte tenu des engagements des principaux actionnaires de la Société de ne pas apporter leurs titres à l'Offre (cf. *infra* paragraphe **1.7**), la totalité des demandes d'apport à l'Offre des actionnaires autres que ceux ayant souscrit un tel engagement pourra être intégralement satisfaite, sans qu'il soit opéré de réduction.

Les actions de la Société sont admises aux négociations d'Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0000030181.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Société Générale et CALYON, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, garantissent le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

FDL souhaite poursuivre le développement de son patrimoine en exploitation par l'acquisition d'ensembles immobiliers, en particulier par voie d'apport en nature. A cet égard, FDL a signé avec deux investisseurs institutionnels présents à son capital, Cardif et MMA (Groupe Covéa), des lettres d'intention portant sur l'apport en nature de 10 actifs pour un montant total de l'ordre de 100M€. Des discussions sont par ailleurs avancées avec un 3^{ème} investisseur représentant un volume additionnel d'apports de l'ordre de 25 M€. Ces apports, qui devront être finalisés courant décembre 2009, sont plus amplement décrits au paragraphe **1.4.2** ci-après.

Par ailleurs, dans le contexte des apports envisagés, les actionnaires institutionnels de FDL représentant 97,2% du capital se sont chacun engagés à conserver leurs titres FDL pour une durée d'un an à compter de la réalisation des apports.

L'ensemble de ces opérations étant de nature à impacter la liquidité du titre FDL, FDL a décidé d'offrir aux actionnaires minoritaires qui le souhaiteraient d'acquérir leurs titres FDL au prix unitaire de 18€.

Le prix offert de 18€ est identique au prix retenu pour les apports d'actifs envisagés (cf. paragraphe **1.4.2**) et très proche de l'ANR au 30 juin 2009 (décote de 6%). Par ailleurs, ce prix représente une prime de 40% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce du dépôt du projet d'Offre, soit le 29 septembre 2009, et des primes de respectivement 42% et 72% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur 1 mois et 3 mois avant cette date.

Les actions acquises ont vocation à être conservées par la Société en vue de leur remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange, dans le cadre d'opérations de croissance externe, conformément aux objectifs prévus par le programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 9 avril 2009 (cf. paragraphe **1.3** ci-après) dont le descriptif a été publié le 3 juillet 2009.

1.2.2 Intention de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie

FDL entend poursuivre son activité de société foncière tenant à l'acquisition, à la détention d'immeubles résidentiels et à la gestion locative de son patrimoine immobilier, dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

FDL entend maintenir l'admission de ses actions aux négociations d'Euronext Paris et conserver le bénéfice du régime fiscal des Société d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC).

Emploi - Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'Offre n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place et n'aura aucun impact en matière d'emploi. Toutefois, dans l'hypothèse où l'assemblée générale extraordinaire de la Société convoquée pour le 10 novembre 2009 approuverait le projet de transformation de FDL en société anonyme, la gouvernance de la Société serait adaptée (cf. *infra* paragraphe **1.4**).

Statut juridique de la Société

Il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre. Toutefois, dans l'hypothèse où l'assemblée générale extraordinaire de la Société convoquée le 10 novembre 2009 approuverait le projet de transformation de FDL en société anonyme, les statuts de la Société seraient modifiés afin de tenir compte de la nouvelle organisation sociale de FDL (cf. *infra* paragraphe **1.4**).

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Offre n'aura pas pour conséquence le retrait des actions de FDL d'Euronext Paris.

Distribution de dividendes

L'Offre ne modifiera pas la politique de distribution de dividendes de la Société. De par son statut de Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), FDL restera soumise à la même obligation qu'elle a actuellement en matière de distribution de dividendes.

1.3 Cadre juridique de l'Offre

- *Autorisation du programme de rachat d'actions*

Le programme de rachat d'actions, qui s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, a été autorisé par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 9 avril 2009 dans les termes suivants :

« 8^{ème} résolution

L'Assemblée Générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales ordinaires, connaissance prise du rapport du Gérant, autorise la Société, en application des articles L.225-209 et suivants du Code de commerce, des articles 241-1 à 241-6 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et du Règlement n° 2273/2002 de la Commission européenne du 22 décembre 2003, pour une période de dix-huit mois à compter de la date de la présente assemblée, à réaliser des opérations sur ses propres actions, dans la limite de 10% du capital social.

Le prix maximum d'achat ne devra pas être supérieur à 100 euros par action et le montant maximum des achats de titres réalisés au titre de la présente autorisation ne devra pas excéder 200 000 000 euros.

En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites, ainsi qu'en cas de division ou de regroupement d'actions, les prix indiqués ci-dessus seront ajustés par un coefficient multiplicateur égal au rapport entre le nombre de titres composant le capital social avant et après l'opération.

Les actions pourront être acquises, en une ou plusieurs fois, par tous moyens, y compris le cas échéant de gré à gré, par cession de blocs ou par l'utilisation de produits dérivés, en vue notamment de :

(i) la remise de titres lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital ;

(ii) de la conservation et de la remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange notamment dans le cadre d'opérations de croissance externe et ce dans la limite de 5 % du capital social de la Société ;

(iii) leur annulation ;

(iv) l'animation du marché secondaire ou de la liquidité de l'action de la Société par un prestataire de services d'investissement au moyen d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie reconnue par l'Autorité des marchés financiers, dans les conditions et selon les modalités fixées par la réglementation et les pratiques de marché reconnues, ou

(v) de toute autre pratique qui viendrait à être admise ou reconnue par la loi ou l'Autorité des marchés financiers ou tout autre objectif qui permettrait de bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable tel que prévu par la directive européenne 2003/6/CE.

La mise en oeuvre de ce programme de rachat d'actions pourra survenir même en période d'offre publique.

En conséquence, tous pouvoirs sont conférés au Gérant, avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi, à l'effet de passer tous ordres de bourse, d'opérer par rachat de blocs et cession par tous moyens des actions ainsi acquises et, d'une manière générale, faire tout ce qui sera nécessaire et utile pour l'exécution des décisions qui seront prises dans le cadre de la présente autorisation.

La présente autorisation remplace l'autorisation donnée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 29 novembre 2007. »

« 14^{ème} résolution

L'Assemblée Générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires, connaissance prise du rapport du Gérant et du rapport spécial des commissaires aux comptes, autorise le Gérant, en application des dispositions de l'article L.225-209 du Code de commerce, à réduire le capital social, en une ou plusieurs fois, sur ses seules délibérations et aux époques qu'il appréciera, par annulation d'actions déjà détenues par la Société et/ou qu'elle pourrait acheter dans le cadre de l'autorisation donnée sous la huitième résolution.

Conformément à la loi, la réduction ne pourra porter sur plus de 10% du capital social par périodes de vingt-quatre mois.

L'Assemblée Générale donne tous pouvoirs au Gérant pour arrêter les modalités des annulations d'actions, imputer la différence entre la valeur comptable des actions annulées et leur valeur nominale sur tous comptes de réserves ou primes, pour apporter aux statuts les modifications découlant de la présente autorisation et pour accomplir toutes formalités nécessaires.

La présente délégation remplace la délégation consentie par l'assemblée générale extraordinaire du 29 novembre 2007. L'assemblée générale approuve, en tant que de besoin, les opérations effectuées par la Société au titre de la délégation susvisée. »

▪ *Décision de mise en œuvre du programme de rachat d'actions*

Le 29 mai 2009, le Gérant de FDL a décidé la mise en oeuvre du programme de rachat ainsi autorisé par l'Assemblée Générale des actionnaires du 9 avril 2009 et a notamment décidé de procéder au rachat par tous moyens d'un nombre maximum de 6 001 033 actions FDL.

Le descriptif du programme de rachat d'actions (disponible sur le site Internet de la Société) a été publié le 3 juillet 2009.

▪ *Approbation du projet d'Offre*

Lors de sa séance du 22 juillet 2009, le Conseil de Surveillance de FDL a approuvé le principe d'une opération de rachat par FDL de ses propres actions dans le cadre du programme de rachat autorisé par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 9 avril 2009 par le biais de la présente Offre.

▪ *Décision de mise en œuvre du projet d'Offre*

Dans le cadre du projet d'Offre et compte tenu notamment de l'intention des principaux actionnaires de la Société de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, après accord du Conseil de Surveillance de la Société, le Gérant a désigné le 1^{er} septembre 2009 le cabinet Ledouble SA en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 I et suivants du Règlement général de l'AMF.

Lors de sa séance du 28 septembre 2009 et au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil de Surveillance a définitivement approuvé les termes de la présente Offre et émis l'avis motivé visé au paragraphe **1.11.2** ci-après.

Le 29 septembre 2009, le Gérant de FDL a décidé de déposer l'Offre.

▪ *Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société*

Dans le cadre du programme de rachat d'actions en cours, la Société a poursuivi l'exécution du contrat de liquidité conclu avec Exane BNP Paribas. 30.539 actions sont actuellement détenues dans le cadre du contrat de liquidité.

L'exécution du contrat de liquidité a été suspendue le 30 septembre 2009 à la demande de la Société et ne reprendra pas avant la fin de la période d'Offre.

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.4.1 *Projet de transformation de FDL en société anonyme*

La Société, actuellement organisée sous forme de commandite par actions, envisage de se transformer en société anonyme en vue notamment de faciliter la poursuite de son développement en attirant de nouveaux actionnaires à son capital et de favoriser ainsi des opérations de croissance à court ou moyen terme. Ce projet a été approuvé par le Conseil de Surveillance de la Société lors de sa séance du 22 juillet 2009. Le Gérant de FDL a convoqué l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de FDL le 10 novembre 2009, à l'effet de délibérer sur le projet de transformation.

La transformation n'entraînerait pas de variation de la participation des principaux actionnaires au capital de FDL.

La gouvernance de FDL serait en revanche adaptée en conséquence et comprendrait un conseil d'administration composé d'un maximum de dix-huit membres et un Directeur Général. La composition du futur conseil d'administration reflèterait la composition de l'actuel Conseil de Surveillance et, sous réserve d'approbation par l'assemblée générale des actionnaires convoquée le 10 novembre 2009, comprendrait les 13 membres actuels du Conseil de Surveillance et serait ainsi composé de :

- Bertrand de Feydeau
- 3 représentants de Foncière des Régions
- 2 représentants de Predica
- 1 représentant du Groupe Covéa
- 1 représentant de Cardif Assurance Vie
- 1 représentant du Groupe Generali
- 1 représentant de ACM Vie
- M. Pariat (indépendant)
- M. Dap et M. Semin.

Monsieur Thierry Beaudemoulin, actuellement président de FDL Gestion - gérant de la Société, serait appelé à devenir directeur général de FDL après sa transformation, et Monsieur Bertrand de Feydeau, actuellement président du Conseil de Surveillance de la Société, serait appelé à devenir président du conseil d'administration de FDL, après sa transformation.

1.4.2 **Projet d'apports d'actifs immobiliers au profit de la Société**

Les sociétés MMA Vie et Cardif Assurance Vie ont chacune signé à ce jour avec FDL une lettre d'intention prévoyant l'apport à FDL, par voie d'apport en nature, de la pleine et entière propriété d'un portefeuille de biens immobiliers à usage principal de logements qu'elles détiennent respectivement. Ces opérations permettraient à FDL de développer son patrimoine en exploitation.

Aux termes de ces lettres d'intention, FDL recevrait (i) 8 immeubles situés principalement à Paris et en proche banlieue parisienne apportés par MMA Vie et Immobilière des MMA et (ii) 2 immeubles situés à Lyon apportés par Cardif Assurance Vie.

La valeur globale convenue des immeubles apportés est de l'ordre de 100 millions d'euros, sous réserve de la purge des droits de préemption urbains (DPU). Ces apports seraient rémunérés par l'émission d'actions FDL nouvelles (coupon non attaché) au profit des apporteurs, qui seraient émises au même prix que celui retenu dans le cadre de l'Offre.

Par ailleurs, des discussions sont avancées avec un troisième investisseur, en vue de l'apport de 2 ensembles immobiliers supplémentaires d'une valeur d'environ 25 millions d'euros.

Les apports envisagés sont de nature à améliorer la structure financière de la Société (ratio Loan To Value - LTV) et sa couverture des frais financiers (Interest Coverage Ratio – ICR). Ils ne devraient pas avoir d'impact significatif sur l'ANR par action et le résultat net récurrent par action de la Société.

	Au 30/06/09	Post OPAS	Post OPAS
		Hypothèse de 90M€ d'apports	Hypothèse de 110M€ d'apports
LTV	58,5%	57,9%	57,6%
ICR	1,84	1,86 ¹	1,87 ¹
ANR par action	19,2€	19,0 €	19,0 €
RN par action	0,68€	0,67 ¹	0,66 ¹
Capital social	600 103 K€	650 103 K€	661 214 K€
Primes d'émission	451 213 K€	491 213 K€	500 102K€
Capitaux propres	1 088 536 K€	1 178 536 K€	1 198 536 K€

¹ Pro forma la réalisation des apports au 1^{er} janvier 2009

Les termes et conditions des apports visés ci-dessus seront définitivement arrêtés par les traités d'apport devant être signés entre chaque apporteur et FDL dans la première quinzaine du mois de novembre 2009. Les opérations d'apports deviendront définitives à l'issue de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de FDL qui approuvera les apports, réalisera les augmentations de capital consécutives à ces apports et constatera leur réalisation. La tenue de cette assemblée générale extraordinaire est prévue pour la mi-décembre 2009.

1.5 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Société Générale et CALYON, agissant pour le compte de la Société, ont déposé le 30 septembre 2009 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Société Générale et CALYON garantissent le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 30 septembre 2009 sous la référence 209C1214. Conformément à l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF a été, dès le 30 septembre 2009, mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.fdlogements.fr) et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de FDL, Société Générale et CALYON. Un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été publié sous forme d'avis financier dans le journal La Tribune en date du 1^{er} octobre 2009.

L'AMF a déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a publié à cet effet une déclaration de conformité emportant visa de la présente note d'information.

La note d'information ainsi visée par l'AMF, ainsi que les autres informations relatives à FDL, seront mises à disposition des actionnaires et du public gratuitement auprès de la Société, Société Générale et CALYON, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.fdlogements.fr).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de celle-ci.

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 10 jours de négociation. Elle sera centralisée par NYSE Euronext.

▪ *Transmission des ordres de vente par les actionnaires*

Les actionnaires de FDL désireux de répondre positivement à l'Offre devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, remettre un ordre de vente à l'intermédiaire financier chez qui leurs actions sont inscrites en compte, suivant le modèle tenu à leur disposition par cet intermédiaire. Ce dernier fera déposer lesdites actions au compte Euroclear France de NYSE Euronext.

Pour être apportées à l'Offre, les actions FDL inscrites au nominatif pur devront être converties au nominatif administré, à moins que leur titulaire n'ait demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative.

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété.

Les ordres de vente présentés en réponse à l'Offre pourront être révoqués à tout moment par leurs détenteurs jusqu'à la date de clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Le transfert de propriété des actions FDL apportées à l'Offre interviendra à la date de règlement-livraison. Aucun intérêt ni aucune indemnité ne saurait être dû au titre de la période allant de la date de présentation des actions à l'Offre à la date de règlement-livraison des actions, qui sera spécifiée dans l'avis de résultat précisant les modalités de livraison des titres et de règlement des capitaux, tel que publié par NYSE Euronext après publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Le

règlement des actions FDL apportées à l'Offre se fera après réalisation des opérations de centralisation des ordres par NYSE Euronext.

FDL prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires vendeurs et la TVA y afférente à hauteur de 0,20% du montant de l'ordre, dans la limite de 100 euros par dossier, toutes taxes comprises.

Compte tenu des engagements des principaux actionnaires de la Société de ne pas apporter leurs titres à l'Offre (cf. infra paragraphe 1.7), toutes les actions de la Société non détenues par lesdits actionnaires sont visées par l'Offre. Ainsi, dans l'hypothèse où l'ensemble des actionnaires autres que ceux ayant souscrit un engagement de non apport apporterait ses titres à l'Offre, ces demandes seraient intégralement satisfaites et il ne serait pas opéré de réduction.

1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre

30 septembre 2009	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF
30 septembre 2009	Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information sur le site de l'AMF et sur le site de la Société
20 octobre 2009	Déclaration de conformité de l'Offre emportant visa sur la note d'information
22 octobre 2009	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF et sur le site de la Société de la note d'information visée ainsi que du document intitulé "Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de FDL"
22 octobre 2009	Publication sous forme d'avis financier d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents
23 octobre 2009	Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation)
5 novembre 2009	Clôture de l'Offre
17 novembre 2009 (au plus tard)	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publication par NYSE Euronext du résultat de l'Offre et des conditions du règlement-livraison
20 novembre 2009 (au plus tard)	Règlement-livraison des actions de la Société avec NYSE Euronext

1.7 Intentions des actionnaires de la Société

Foncière des Régions, Groupe Covea, ACM Vie, Predica, Generali Vie, Cardif Assurance Vie et le Groupe Banques Populaires, principaux actionnaires de la Société représentant globalement 97,2% du capital de FDL, se sont individuellement engagés de manière irrévocable, aux termes de lettres remises à FDL préalablement au dépôt de l'Offre, à n'apporter à l'Offre aucune action de la Société qu'ils détiennent. Ils se sont également engagés, jusqu'au 5 novembre 2009, à ne pas céder, sous quelque forme que ce soit, directement ou indirectement, d'actions de la Société qu'ils détiennent, sur le marché ou à tout autre actionnaire de la Société n'ayant pas souscrit un engagement similaire.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre sur les actions de la Société est faite exclusivement en France. La diffusion de la note d'information, l'Offre, ainsi que l'acceptation de l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'offre de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. La Société décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que se soit.

1.9 Régime fiscal de l'Offre

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de la Société. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et est donc susceptible d'être affecté par toutes modifications apportées aux dispositions législatives fiscales françaises applicables et à leur interprétation par l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable et que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseiller fiscal habituel.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

Les rachats étant effectués sur le fondement de l'article L.225-209 du Code de Commerce, les gains réalisés à cette occasion seront soumis au régime des plus-values selon les dispositions de l'article 112-6° du Code Général des Impôts (ci-après « **CGI** »).

1.9.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opération de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

a) Cas général

En application de l'article 150 0-A et suivants du CGI, les plus-values de cession d'actions de la Société réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre égales à la différence entre le prix de l'Offre et le prix ou la valeur d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre sont imposables à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 18%, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux et autres droits ou titres visés à cet article réalisées au cours de l'année civile (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition ou cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en

actions (« **PEA** ») réalisées au cours de ladite année) excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 25 730 euros. Si ce seuil n'est pas dépassé, les plus-values sont exonérées.

Sous la même condition tenant au montant annuel des cessions de valeurs mobilières, les prélèvements énumérés ci-après, non déductibles du revenu global imposable au titre de l'année de leur paiement, s'ajoutent à cet impôt :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») au taux de 8,2% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social de 2% ;
- les contributions additionnelles au prélèvement social au taux de 0,3% et 1,1%.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, si, lors d'une année donnée, la cession d'actions de la Société génère une moins-value nette, celle-ci est imputable exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de cette même année ou des dix années suivantes, à condition toutefois que le seuil de 25 730 euros de cessions de valeurs mobilières visé ci-dessus ait été dépassé l'année de réalisation de ladite moins-value.

b) Plan d'Épargne en Actions (PEA)

Les actions de la Société constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

(i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des plus-values nettes générées par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces plus-values soient maintenues dans le PEA, et

(ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ces plus-values restent néanmoins soumises au prélèvement social et aux contributions additionnelles à ce prélèvement, à la CSG et à la CRDS, aux taux indiqués ci-dessus.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquent toutefois à certains cas de clôture du PEA). Les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal sur cette question.

1.9.2 Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées au cours d'un exercice donné sur la cession d'actions de la Société dans le cadre des apports des actions à l'Offre, égales à la différence entre le prix de l'Offre et le prix ou la valeur d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre, sont généralement incluses dans le résultat de cet exercice soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33 1/3 %, augmenté, le cas échéant, d'une contribution sociale égale à 3,3% du montant de l'impôt sur les

sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du Code général des impôts).

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu, de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75% par des personnes physiques ou par une société satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions, les plus-values réalisées dans le cadre de la cession des actions de la Société sont imposées à un taux d'impôt sur les sociétés fixé à 15% dans la limite de 38 120 euros du bénéfice imposable par période de douze mois. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions de la Société viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

b) Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I a du CGI, les plus-values réalisées lors de la cession de titres de participation dans des sociétés à prépondérance immobilière cotées sont imposables au taux réduit de 19% majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % précitée à la condition que ces titres aient été détenus depuis au moins deux ans au moment de leur cession.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI, les actions qui revêtent ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable.

Constituent des sociétés à prépondérance immobilière les sociétés dont l'actif est à la date de la cession de ces titres ou a été à la clôture du dernier exercice précédant cette cession, constitué pour plus de 50% de sa valeur réelle par des immeubles, des droits portant sur des immeubles ou des droits afférents à un contrat de crédit-bail immobilier ou par des titres d'autres sociétés à prépondérance immobilière. Au regard de ces dispositions, la Société devrait être considérée comme une société à prépondérance immobilière.

L'excédent éventuel des moins-values à long terme ne peut être imputé que sur les plus-values à long terme au taux visés à l'article 219 I a du CGI et réalisées au cours des dix exercices suivants.

1.9.3 Actionnaires dont la résidence fiscale est située hors de France

Les plus-values réalisées à l'occasion des cessions à titre onéreux de valeurs mobilières ou de droits sociaux effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont exonérées d'impôt en France.

Par exception et sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, lorsque le cédant détient directement ou indirectement au moins 10% du capital de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à titre occasionnel lors de la cession de titres de la Société par les personnes morales ou organismes dont le siège social est situé à l'étranger, les personnes physiques fiscalement domiciliées hors de France, les sociétés de personnes françaises et assimilés relevant des articles 8 à 8 ter du CGI qui comptent parmi leurs associés des non-résidents, au prorata des droits sociaux détenus par ceux-ci, et les fonds de

placement immobilier au prorata des parts détenues par des porteurs non-résidents fiscaux français sont soumises au prélèvement prévu à l'article 244 bis A du CGI.

Le taux de ce prélèvement est fixé :

- à 16% pour les personnes physiques, les associés personnes physiques de sociétés de personnes françaises et les porteurs de parts d'un fonds de placement immobilier, s'ils sont résidents à la date de cession d'un Etat membre de l'Union Européenne, d'Islande ou de Norvège ;
- à 33 1/3% dans les autres cas. Ce taux est toutefois ramené à 19% pour les personnes morales résidentes d'un Etat membre d'union Européenne, d'Islande ou de Norvège.

Les prélèvements sociaux ne sont en revanche pas dus par les non-résidents.

Il est conseillé aux investisseurs non-résidents de consulter leur conseiller fiscal habituel en ce qui concerne les conditions et modalités d'application du prélèvement, ainsi que les conditions permettant de bénéficier de l'éventuel taux réduit par la convention fiscale applicable.

1.9.4 *Autres actionnaires*

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

1.10 *Modalités de financement et frais liés à l'Offre*

L'acquisition d'un nombre maximum de 1.681.044 actions représenterait un montant maximum d'environ 30,2 millions d'euros. La Société financera ce montant sur ses fonds propres.

Ce montant inclut le prix d'achat des 1.681.044 actions visées par l'Offre ainsi que les honoraires de conseils financiers et juridiques et les frais de communication et taxes des autorités de marché, supportés par FDL dans le cadre de l'Offre.

1.11 *Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société*

1.11.1 *Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société*

Au 30 septembre 2009, le capital de la Société était divisé en 60.010.336 actions représentant autant de droits de vote.

La répartition du capital et des droits de vote à cette date était la suivante :

Actionnaire	Actions	% Capital	Droits de vote réels*	Droits de vote théoriques**
Groupe Foncière des Régions	22 947 004	38,2%	22 947 004	22 947 004
Groupe Covea	8 965 176	14,9%	8 965 176	8 965 176
Predica	8 282 176	13,8%	8 282 176	8 282 176
Cardif Assurance Vie	6 863 552	11,5%	6 863 552	6 863 552
Generali Vie	6 164 456	10,3%	6 164 456	6 164 456
ACM Vie	4 201 488	7,0%	4 201 488	4 201 488
Groupe Banques Populaires	905 440	1,5%	905 440	905 440
Autodétention	0	0,0%	0	0
Public	1 681 044	2,8%	1 650 505	1 681 044
<i>dont contrat de liquidité</i>	30 539	0,1%	0	30 539
<i>dont investisseurs institutionnels***</i>	909 400	1,5%	909 400	909 400
Total	60 010 336	100,0%	59 979 797	60 010 336

* Droits de vote réels : toutes les actions de la Société disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des actions auto-détenues qui sont privées de droits de vote

** Droits de vote théoriques : le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions temporairement privées de droits de vote (actions auto-détenues, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF)

*** Sur la base du TPI établi par la Société en mai 2009

Il est rappelé que Foncière des Régions, le Groupe Covea, Prédica, Generali Vie et ACM Vie sont liés par une convention d'actionnaires conclue le 29 novembre 2006 pour une durée de 5 ans renouvelable tacitement par périodes successives de même durée sauf dénonciation avec un préavis de 6 mois. La convention prévoit un droit de première offre en cas de cession de bloc ainsi qu'un droit de préemption en cas d'offre publique, à l'exception des transferts intragroupe qui sont libres.. Cette convention d'actionnaires n'est pas constitutive d'une action de concert entre ses signataires.

Les tableaux ci-dessous donnent à titre indicatif la répartition du capital de la Société après réalisation de l'Offre et des opérations d'apports d'actifs envisagées, en fonction du taux de réponse à l'Offre et du montant des apports d'actifs réalisés :

Hypothèse d'un taux de réponse à l'Offre de 50%

Actionnaire	<u>Hypothèse de 90M€ d'apports d'actifs</u>		<u>Hypothèse de 110M€ d'apports d'actifs</u>	
	Actions	% Capital	Actions	% Capital
Groupe Foncière des Régions	22 947 004	35,3%	22 947 004	34,7%
Groupe Covea	13 185 887	20,3%	14 123 823	21,4%
Predica	8 282 176	12,7%	8 282 176	12,5%
Cardif Assurance Vie	7 642 841	11,8%	7 816 016	11,8%
Generali Vie	6 164 456	9,5%	6 164 456	9,3%
ACM Vie	4 201 488	6,5%	4 201 488	6,4%
Groupe Banques Populaires	905 440	1,4%	905 440	1,4%
Autodétention	840 522	1,3%	840 522	1,3%
Public	840 522	1,3%	840 522	1,3%
<i>dont contrat de liquidité</i>	30 539	0,0%	30 539	0,0%
<i>dont investisseurs institutionnels</i>	454 700	0,7%	454 700	0,7%
Total	65 010 339	100,0%	66 121 447	100,0%

Hypothèse d'un taux de réponse à l'Offre de 100%

Actionnaire	<u>Hypothèse de 90M€ d'apports d'actifs</u>		<u>Hypothèse de 110M€ d'apports d'actifs</u>	
	Actions	% Capital	Actions	% Capital
Groupe Foncière des Régions	22 947 004	35,3%	22 947 004	34,7%
Groupe Covea	13 185 887	20,3%	14 123 823	21,4%
Predica	8 282 176	12,7%	8 282 176	12,5%
Cardif Assurance Vie	7 642 841	11,8%	7 816 016	11,8%
Generali Vie	6 164 456	9,5%	6 164 456	9,3%
ACM Vie	4 201 488	6,5%	4 201 488	6,4%
Groupe Banques Populaires	905 440	1,4%	905 440	1,4%
Autodétention	1 650 505	2,5%	1 650 505	2,5%
Public	30 539	0,0%	30 539	0,0%
<i>dont contrat de liquidité</i>	30 539	0,0%	30 539	0,0%
<i>dont investisseurs institutionnels</i>	0	0,0%	0	0,0%
Total	65 010 339	100,0%	66 121 447	100,0%

1.11.2 Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société

Au cours de sa séance du 28 septembre 2009, le Conseil de Surveillance, après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée, (ii) des travaux d'évaluation menés par Société Générale Corporate & Investment Banking (« **SGCIB** ») et CALYON, (iii) des engagements de non apport à l'Offre des principaux actionnaires de la société totalisant ensemble 97,2% de son capital et (iv) du rapport du cabinet Ledouble SA en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, a décidé à l'unanimité que :

- il était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires de mettre en œuvre le programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale Mixte du 9 avril 2009 par le biais d'une offre portant sur un montant maximum de 1 681 044 actions de la Société, soit 2,80% du capital, à un prix de 18 euros par action, pour un montant global de 30.258.792 euros, le Conseil estimant que le prix proposé est équitable et ayant constaté qu'aucun impact n'est attendu en matière d'emploi du fait de cette opération.
- le Gérant était autorisé, avec faculté de subdélégation, à déposer le projet d'Offre, à effectuer toutes démarches, finaliser et signer tous documents nécessaires à cette fin et plus généralement faire le nécessaire pour mener à bien cette opération.

Les principaux actionnaires de la Société, représentant globalement 97,2% du capital de FDL, se sont engagés à n'apporter à l'Offre aucune action de la Société qu'ils détiennent. Certaines personnes physiques, membres du Conseil, ont fait part de leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre sous réserve des actions qu'elles sont tenues de conserver en leur qualité de membre du Conseil de Surveillance.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Les éléments d'appréciation du prix d'offre ont été établis par Société Générale Corporate & Investment Banking (SGCIB) et CALYON (les « **Banques** »), banques présentatrices de l'offre pour le compte de la Société, selon les méthodes usuelles d'évaluation pour les sociétés du secteur immobilier.

Cette évaluation repose sur des informations issues de sources publiques, et des informations fournies par la Société. Ces informations ont été considérées comme réalistes et n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part des Banques.

2.1 Synthèse des éléments d'appréciation du prix offert

Méthode	Prix moyen (€/action)	Prime/(décote) extériorisée par le prix offert (18€)
Cours de bourse (au 29 septembre 2009*)		
Spot	12,9	40,1%
1 mois	12,7	42,2%
6 mois	9,7	85,3%
12 mois	7,2	151,3%
+ haut 1 an	13,2	36,6%
+ bas 1 an	5,5	227,3%
Actif Net Réévalué blocs hors droits au 30/06/09	19,2	(6,0%)
Actualisation des flux de trésorerie ("DCF")	16,9	6,5%
Prime / décote observées dans le cadre des transactions comparables récentes	14,0	28,2%
Multiples boursiers	13,9	29,9%

* Dernier cours de bourse avant le dépôt du projet d'offre à l'AMF

2.2 Méthodologie d'évaluation

2.2.1 Critères d'évaluation retenus

- *Actif Net Réévalué au 30 juin 2009*

L'Actif Net Réévalué (ANR) constitue la référence de valorisation principale pour les foncières cotées. Il représente la valeur réévaluée des capitaux propres de la Société sur la base de la valeur de marché de son patrimoine immobilier telle qu'estimée par des experts indépendants.

Le patrimoine de la Société a été évalué intégralement au 30 juin 2009 par quatre experts (Atis Real Expertises, Foncier Expertise, CB Richard Ellis Valuation et VIF Expertise), selon deux méthodologies de valorisation :

- par comparaison : se réfère aux prix pratiqués dans le secteur géographique considéré pour des locaux similaires ou comparables. La comparaison s'effectue par le truchement d'une unité de mesure pertinente pour le bien considéré (surface, nombre de locaux) ;

- par capitalisation des revenus locatifs : application d'un taux de capitalisation raisonné au revenu locatif préalablement apprécié ; valeur hors droits obtenue par déduction d'un montant forfaitisé de droits s'élevant à 6,20% en France et à 4,50% en Allemagne. Les taux de capitalisation retenus par les experts au 30 juin 2009 sont compris dans des fourchettes 4,18%-6,60% en France et 4,50%-6,75% en Allemagne.

L'ANR a été retenu tel que publié par la Société sur la base des comptes consolidés et des expertises au 30 juin 2009, en valeur bloc hors droits.

- o *Cours de bourse*

Le cours de bourse constitue la référence de valorisation principale pour les actionnaires minoritaires, même si, dans le cas particulier de FDL, la taille réduite du flottant et la faible liquidité en résultant (13 M€ échangés en 12 mois) peuvent limiter la pertinence des cours extériorisés par le marché.

- o *Valorisation par les flux de trésorerie actualisés (« DCF »)*

Cette méthode a été appliquée à titre complémentaire à celle de l'ANR, compte tenu de l'absence de valorisation par les flux par les experts immobiliers. Elle consiste à déterminer la valeur de l'actif économique de la société (valeur intrinsèque) par actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif. La valeur attribuable aux actionnaires est obtenue en déduisant (i) le montant de la dette nette et des autres passifs hors exploitation (provisions, instruments financiers,...) et (ii) la part attribuable aux minoritaires. L'évaluation a été réalisée sur la base du plan d'affaires 2009-2013 communiqué par la Société, et sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2009.

- o *Primes / décotes observées dans le cadre des transactions comparables récentes*

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de la Société les niveaux de prime / décote moyens observés dans le cadre de transactions comparables récentes. Trois offres publiques sur le capital de sociétés foncières ont eu lieu en France en 2008 / 2009 (OPR-RO IPBM en octobre 2008, OPR-RO Lucia en décembre 2008 et OPA/OPE Gecimed en mai 2009).

- o *Multiplés boursiers de sociétés comparables*

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de la Société les multiples moyens de marché observés pour un échantillon de sociétés comparables. Les multiples de marché sont déterminés sur la base d'un consensus d'analystes, des éléments financiers communiqués au public par les sociétés et des cours de bourse observés. Cette méthode est appliquée à titre purement indicatif, compte tenu du degré modéré de pertinence des comparables possibles pour la Société.

2.2.2 Critères écartés dans le cadre de l'appréciation du prix offert

Les critères suivants n'ont pas été retenus pour apprécier le prix de l'Offre :

- o *Actualisation des flux de dividendes*

Cette méthode est redondante avec l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« DCF »), et dépend du taux de distribution retenu.

- *Transaction de référence sur le capital*

Aucune transaction significative sur le capital de la Société n'a été recensée depuis mars 2008 (reclassement de la participation de MSREF auprès des actionnaires du tour de table, réalisé à un prix non communiqué au marché).

- *Cours cible des analystes*

Le suivi extrêmement faible de FDL par les analystes financiers (une seule note publiée depuis 2009) ne permet pas de réaliser cette analyse avec pertinence.

2.3 Eléments détaillés d'appréciation du prix offert

2.3.1 Actif Net Réévalué au 30 juin 2009

L'ANR au 30 juin 2009 ressort à 19,2 € par action.

Il intègre :

- la mise en juste valeur du patrimoine immobilier sur la base des valeurs d'expertise bloc hors droits au 30 juin 2009, ainsi que des instruments financiers de la Société ;
- la valeur actuelle des impôts différés nets (passifs – actifs).

Capitaux propres consolidés PdG au 30/06/09	1 089 M€	<i>Note : Dans le cadre de l'application des normes IAS 39 et 40, les capitaux propres consolidés (part du groupe) au 30/06/09 intègrent la réévaluation des actifs immobiliers (sur la base des valeurs d'expertise au 30/06/09), des instruments financiers et des impôts latents. Le retraitement de la fiscalité latente correspond à l'actualisation de l'impôt latent net (passif-actif) sur la base de l'hypothèse d'un plan de cession normatif sur 10 ans et d'un taux d'actualisation de 6%.</i>
Retraitement fiscalité latente Allemagne	60 M€	
ANR Consolidé Hors Droits	1 149 M€	
Nombre d'actions dilué au 30/06/09	59 967 304	
ANR/action	19,2 €	

2.3.2 Cours de bourse

La Société est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris (code ISIN : FR 0000030181).

Le cours de bourse constitue la référence de valorisation principale pour les actionnaires minoritaires, même si, dans le cas particulier de FDL, la taille réduite du flottant et la faible liquidité en résultant (13 M€ échangés en 12 mois) peuvent limiter la pertinence des cours extériorisés par le marché.

Le tableau ci-dessous résume les cours moyens et les volumes échangés sur différentes périodes au cours des 12 derniers mois :

	Cours moyen pondéré par les volumes (€)	Montant moyen échangé par jour (€m)	Montant cumulé échangé (€m)	Nombre moyen d'actions échangées par jour / flottant	Nombre cumulé d'actions échangées / flottant
Spot (29/09/09*)	12,9	0,01	0,01	0,06%	0,06%
1-mois	12,7	0,02	0,47	0,10%	2,20%
3-mois	10,5	0,03	2,21	0,19%	12,59%
6-mois	9,7	0,03	4,00	0,19%	24,53%
12-mois	7,2	0,05	13,53	0,44%	112,54%
Plus haut 1 an (24/08/09)	13,2	0,04	na	0,17%	na
Plus bas 1 an (05/12/08)	5,5	0,04	na	0,47%	na

Source : Datastream au 29/09/09

* Dernier cours de bourse avant le dépôt du projet d'offre à l'AMF

2.3.3 Flux de trésorerie actualisés (« DCF »)

2.3.3.1 Plan d'affaires

La valorisation est basée sur le plan d'affaires 2009–2013 communiqué par la Société. Ce plan d'affaires est considéré comme réaliste et n'a fait l'objet d'aucune vérification, ni d'aucun audit de la part des Banques.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée à compter du 1^{er} juillet 2009.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux normatif fondé sur les principales hypothèses suivantes, déterminées dans le prolongement de l'horizon explicite du plan d'affaires et discutées avec le management de la Société :

- Volume de patrimoine supposé stable à perpétuité au bénéfice de volumes annuels d'investissements supposés compenser les cessions :
 - Volume de cessions correspondant au niveau moyen observé dans la période 2009-2013
 - Volumes d'investissement déterminés de sorte à extérioriser une marge sur cession supposée équivalente au niveau moyen observé sur la durée du plan d'affaires ;
- Prise en compte d'investissements de maintenance équivalents au niveau moyen observé sur la durée du plan d'affaires ;
- Revenus locatifs en croissance de 2,50% / an à perpétuité ;
- Marge d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) équivalente au niveau estimé pour 2013 ;
- Taux d'imposition (en % de l'EBITDA) équivalent au niveau estimé pour 2013 ;
- Besoin en fonds de roulement nul.

2.3.3.2 Paramètres financiers

Compte tenu d'un niveau de R^2 extrêmement faible (0,09), le β de marché de la Société n'a pas été retenu pour l'estimation du coût de ses capitaux propres. Le β retenu pour l'évaluation a été déterminé sur la base :

- des β de marché observés (source Bloomberg) pour un échantillon de comparables (Conwert, Deutsche Wohnen, Gagfah, Gecina et ANF) ;
- recoupés avec le β théorique de FDL déterminé selon la méthodologie de la Recherche Actions SG¹.

Sur la base du β ainsi extériorisé (β endetté : 1,33), d'un taux sans risque de 3,54% (OAT 10 ans) et d'une prime de risque marché actions de 5,66% (déterminé comme la moyenne des primes de risques publiées par Damodaran et la Recherche Actions SG), le coût des capitaux propres de la Société ressort à 11,06%.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) a été établi à 6,61% sur la base :

- d'un coût de marché de la dette estimé à 4,76% (marge de 2,0% au-dessus du taux swap 5 ans) ;
- d'une structure financière équivalente à celle observée dans les comptes consolidés au 30/06/09 (capitaux propres 35% / dette nette 65%) ;
- d'un taux d'imposition théorique de 12,2% (montant observé en 2008).

L'ensemble des paramètres de marché précités a été observé au 16 septembre 2009.

La valeur terminale a été calculée sur la base (i) du flux normatif résultant des hypothèses explicitées au 2.3.3.1 et (ii) d'un taux de croissance à l'infini de 2,5%.

L'évaluation a par ailleurs été basée sur :

- l'endettement financier net (2 042M€) et les divers retraitements de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (162M€)² tels qu'observés dans les comptes consolidés au 30 juin 2009, soit un total de 2 204M€ ;
- le nombre d'actions FDL au 30/09/09 (60 010 336 titres) retraité de l'autodétention (30 539 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité).

La fourchette de valorisation retenue prend en compte les analyses de sensibilité suivantes :

- un taux d'actualisation compris entre 6,46% et 6,76% ;
- un taux de croissance à l'infini compris entre 2,25% et 2,75%.

¹ Cf. notes publiées par la Recherche Actions SG : Real Estate Europe - 15/06/09, European Real Estate - 14/01/08 et French Real Estate - May 2004

² Instruments financiers, engagements de retraite, dépôts de garantie des locataires, provisions pour risques et charges et intérêts minoritaires

2.3.3.3 Evaluation

La valorisation par DCF extériorise une valeur centrale de 16,9 euros par action :

Valeur actualisée des flux S2 2009 – 2013	957 M€
Valeur terminale actualisée	2 259 M€
Valeur d'entreprise	3 216 M€
Endettement financier net et retraitements	(2 204 M€)
Valeur des capitaux propres	1 012 M€
Nombre d'actions	59 979 797
Valeur par action	16,9 €

Sur la base de ces analyses de sensibilité, la valeur de l'action FDL s'inscrit dans une fourchette comprise entre 16,2 euros et 17,6 euros. Le prix d'Offre extériorise ainsi une prime comprise entre 2,3 et 11,1%.

2.3.4 Primes / décotes observées dans le cadre des transactions comparables récentes

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de FDL les niveaux de prime / décote extériorisés par les prix offerts dans le cadre de transaction comparables récentes.

Trois offres publiques sur le capital de sociétés foncières ont eu lieu en France en 2008 / 2009 :

- OPA / OPE visant les titres Gecimed initiée par Gecina (mai 2009) : cette offre publique est intervenue suite à l'acquisition par Gecina auprès de GE Real Estate d'un bloc d'actions Gecimed, portant sa participation dans la foncière de 39% à 48%. Gecimed est une foncière détenant exclusivement des murs d'établissement de santé (cliniques, EPHAD, etc.).
- Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres de Lucia (décembre 2008) : cette offre s'inscrivait dans le processus de transformation de Lucia en OPCI, initié par son actionnaire de contrôle SITQ. Au 30/06/08, Lucia détenait un patrimoine immobilier constitué des tours T1 et B à la Défense.
- Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres de IPBM (octobre 2008) : cette offre s'inscrivait dans le processus de transformation d'IPBM en OPCI, initié par son actionnaire de contrôle GE Real Estate. Au 30/06/08, IPBM détenait un patrimoine immobilier d'environ 700 M€ constitué essentiellement de bureaux et plateformes logistiques / d'activité en province.

Les critères d'évaluation communs à ces trois offres sont les cours de bourse et la décote moyenne sur le dernier ANR publié.

Afin de lisser l'évolution boursière chaotique connue par le secteur des foncières depuis plusieurs mois, seules les primes / décotes extériorisées par les cours de bourse moyens 6 mois et 12 mois ont été retenues.

Le tableau ci-dessous résume les niveaux de prime / décote offerts dans le cadre des offres publiques en question, et les valeurs des capitaux propres de FDL en résultant :

	Gecimed (OPA/OPE) mai 2009	IPBM (OPRO) octobre 2008	Lucia (OPRO) décembre 08	Valeur moyenne résultante / action des capitaux propres de FDL (€)
Prime/Décote sur cours de bourse moyen 6 mois	68%	64%	12%	14,1
Prime/Décote sur cours de bourse moyen 12 mois	7%	55%	19%	9,1
Prime/Décote sur ANR	(36%)	15%	17%	19,0
Moyenne				14,0

2.3.5 Multiples boursiers

Cette méthode est appliquée à titre purement indicatif compte tenu du degré de pertinence limité et/ou du nombre très restreint des comparables possibles pour la Société.

L'échantillon de comparables est constitué des principales foncières résidentielles allemandes (Conwert, Deutsche Wohnen, Gagfah), et des foncières françaises possédant un patrimoine résidentiel (Gecina, ANF, Foncière Masséna) ou ayant une taille équivalente à FDL (Eurosic, Foncière des Murs, SIIC de Paris). Le suivi très limité d'Eurosic, Foncière des Murs, Foncière Masséna et SIIC de Paris par les analystes financiers ne permet de les retenir que pour la décote moyenne sur dernier ANR publié. Il est à noter que Icade et Patrizia Immobilien ont été exclus de l'échantillon compte tenu :

- de l'annonce par Icade de la cession de son pôle Logements en juin 2009 et de son repositionnement sur les actifs tertiaires ;
- du niveau de rentabilité très réduit de Patrizia Immobilien réduisant la comparabilité avec FDL.

Toutefois, la pertinence de l'échantillon des comparables reste limitée compte tenu :

- de la faible liquidité des titres des foncières allemandes réduisant la pertinence de leur cours de bourse ;
- de la forte exposition au segment tertiaire des foncières françaises possédant des patrimoines résidentiels, réduisant la comparabilité avec FDL en terme de profil risque/rentabilité.

La valorisation est fondée sur l'application des multiples 2010 – 2011 d'EV/EBITDA et de P/CF, et sur la décote moyenne sur ANR :

- multiple EV/EBITDA sur la base d'un EBITDA récurrent hors produits de cession d'actifs ;
- multiple P/CF sur la base du cash flow courant calculé comme le résultat net retraité des cessions d'actifs, des ajustements de juste valeur, des amortissements, des produits d'impôts différés et autres éventuels éléments exceptionnels ;
- décote sur ANR sur la base du dernier ANR publié (30/06/09) hors droits et bloc le cas échéant.

Les agrégats financiers prospectifs des comparables ont été établis sur la base d'un consensus d'analystes³ et :

- des cours de bourse moyens un mois pondérés par les volumes au 16 septembre 2009 (source : Datastream) ;
- des nombres d'actions dilués des éventuels instruments financiers émis par les sociétés (obligations convertibles, warrants, stocks options) ;
- des valeurs d'entreprise établies sur la base des informations financières publiées par les sociétés au premier semestre 2009. Les dettes nettes ont été retraitées des obligations convertibles supposées converties et des éventuels dividendes à payer.

L'évaluation par les multiples boursiers extériorise les valeurs suivantes de l'action FDL :

	xEV/EBITDA		xP/CF		Décote / ANR
	2010E	2011E	2010E	2011E	
Multiples moyens de l'échantillon	20,6x	20,8x	19,2x	17,6x	(37,4%)
Valeur des capitaux propres (€/action)	12,2	11,9	17,4	15,8	12,0
Moyenne (€/action)	13,9				

³ Gagfah : Morgan Stanley (11/08/09) ; Goldman Sachs (12/08/09)
 Conwert : Raiffeisen Centrobank(02/09/09) ; JP Morgan (01/09/09)
 Gecina : Goldman Sachs (26/08/09) ; Société Générale (31/07/09)
 Deutsche Wohnen : Oppenheim (27/08/09) ; Merrill Lynch (07/04/09)
 ANF : Exane (14/04/09)

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

Offre Publique d'Achat Simplifiée dans le cadre du programme de rachat d'actions

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après OPAS) initiée par Foncière Développement Logements (ci-après FDL ou « la Société ») sur ses propres titres, qui s'inscrit dans le cadre de son programme de rachat d'actions⁴, le cabinet Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné le 1^{er} septembre 2009 par le Gérant sur délégation du conseil de surveillance de FDL, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires entrant dans le champ de l'opération, du prix d'offre de 18 € par action FDL.

Cette désignation et le présent rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1.I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 ; nos diligences relèvent de ces mêmes dispositions.

Indépendance

Ledouble SA⁵ est indépendant de FDL, de ses actionnaires, ainsi que de Société Générale et CALYON, établissements présentateurs de l'offre :

- *il n'a aucun lien juridique ou financier avec FDL et n'a jamais exercé de mission auprès de cette société,*
- *il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA⁶ en 2009 et au cours des trois dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées,*
- *nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les établissements présentateurs⁷.*

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exercice de cette mission.

4 Autorisé par l'Assemblée Générale Mixte du 9 avril 2009.

5 Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

6 Anciennement CDL.

7 Au sens de l'article 261-4.I du Règlement Général de l'AMF.

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

Les compétences de l'expert sont mentionnées en annexe 5.

Diligences effectuées

Nos travaux, détaillés dans leur contenu en annexe 1 et leur chronologie en annexe 2, sont rémunérés dans les conditions précisées en annexe 1.

La présente opération a donné lieu à l'émission par Société Générale et CALYON, établissements présentateurs de l'offre (ci-après « les établissements présentateurs »), d'une évaluation dont nous avons pris connaissance.

Notre base documentaire figure en annexe 4.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de FDL ayant impliqué notamment :

- l'analyse des documents de référence et informations réglementées disponibles sur le site de l'AMF et celui de la Société,*
- l'exploitation des informations qui ont par ailleurs été mises à notre disposition et que nous avons recueillies dans nos propres bases de données,*
- l'étude d'un échantillon d'expertises immobilières réalisées au 30 juin 2009,*
- l'appréciation des données prévisionnelles, consignées dans le plan d'affaires 2009-2013 de la Société,*
- le recoupement de plusieurs méthodes d'évaluation,*
- des entretiens avec les parties à l'opération recensées en annexe 3, en l'occurrence le management de la Société, les établissements présentateurs, ainsi que le représentant d'un des cabinets d'expertise immobilière ayant concouru à la valorisation du patrimoine à fin juin 2009⁸,*
- la prise de connaissance des versions successives du rapport d'évaluation des établissements présentateurs.*

Nous nous sommes assuré que les différentes valeurs obtenues nous permettaient de juger du caractère équitable du prix proposé par référence à ces valeurs.

Affirmations obtenues de l'initiateur

Nous avons obtenu des confirmations du management de FDL, notamment sur l'absence d'éléments de nature à revaloriser substantiellement l'actif net réévalué par action au 30 juin 2009.

Nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

⁸ Sur une partie du périmètre français et l'ensemble du patrimoine détenu en Allemagne.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- *le contexte et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'opération (§ 1),*
- *l'activité et l'environnement économique de FDL (§ 2),*
- *nos travaux d'évaluation de l'action FDL (§ 3),*
- *nos observations sur les travaux des établissements présentateurs (§ 4).*

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité sur le prix proposé aux minoritaires en contrepartie de leur désengagement du capital (§ 5).

Les montants sont susceptibles d'être exprimés ci-après en euros (€), milliers d'euros (K€) ou millions d'euros (M€).

1 - PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 - Historique et caractéristiques juridiques de l'initiateur

FDL a été créée en décembre 2005 à l'issue d'une OPAS⁹ sur les actions de la société LA SOIE lancée par Sovaklé – Groupe Foncière des Régions¹⁰, dans une stratégie de diversification et de réorganisation des pôles d'activité de ce Groupe, et s'agissant plus particulièrement de FDL, de regroupement d'actifs résidentiels au sein d'une entité qui leur soit dédiée.

Dans ce contexte, LA SOIE, constituée sous la forme de société anonyme, a été renommée FDL et transformée, par décision de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 22 décembre 2005, en une société en commandite par actions, sise 30 avenue Kléber à Paris (75116), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 552 043 481 ; son capital de 600.103.360 € est divisé en 60.010.336 actions d'un nominal de 10 € et se répartit comme suit, pour une large part entre plusieurs groupes d'actionnaires institutionnels et d'établissements bancaires :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Groupe Foncière des Régions ¹¹	22.947.004	38,24%
Groupe GMF / Covea ¹²	8.965.176	14,94%
Predica	8.282.176	13,80%
Groupe BNP ¹³	6.863.552	11,44%
Groupe Generali ¹⁴	6.164.456	10,27%
ACM Vie	4.201.488	7,00%
Banque Populaire de Lorraine	665.640	1,11%
Banque Populaire du Sud Ouest	239.800	0,40%
Principaux actionnaires de FDL	58.329.292	97,20%
Public	1.681.044	2,80%
Total	<u>60.010.336</u>	<u>100,00%</u>

Les actions de FDL, qui bénéficie en France du régime fiscal des sociétés d'investissements immobiliers cotées (SIIC), sont négociées sur Euronext - Paris Compartiment B – Indice SIIC France.

9 OPAS complétée par plusieurs opérations d'apport ultérieures.

10 Opération présentée par HSBC.

11 Foncière des Régions et SAS Coetlosquet.

12 GMF Assurances, GMF Vie, Covea, Assistance Protection Juridique.

13 Cardif Assurance Vie.

14 Generali Vie, Generali IARD.

1.2 - Grandes lignes du projet d'OPAS sur les actions de FDL

L'offre, qui devrait porter sur la fraction de 2,8% du capital de FDL détenue par le public (§ 1.1), vise à proposer aux actionnaires minoritaires entrant dans son champ la liquidité de leur participation, préalablement à la mise en œuvre d'une opération subséquente d'apports en nature d'actifs immobiliers, étant précisé que :

- la valeur de l'action à émettre dans le cadre de l'apport précité serait identique au prix d'offre,
- les principaux actionnaires de FDL, représentant 97,2% de son capital, se sont engagés à ne pas apporter à l'offre les actions qu'ils détiennent et à conserver leurs titres durant une année à compter de la réalisation des apports ; cet engagement est susceptible de renforcer le caractère peu liquide du titre FDL (§ 3.2.4) pour les actionnaires minoritaires qui ne participeraient pas à la présente offre.

L'opération ultérieure d'apport susmentionnée a fait l'objet d'un accord de principe de la part des investisseurs¹⁵ ; à ce stade, d'après les informations qui nous ont été communiquées, le traité d'apport a vocation à être signé dans le courant des mois d'octobre /novembre prochains.

2 - PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT DE FDL

2.1 - Activité

Bénéficiant du statut SIIC (§ 1.1), FDL est spécialisée dans la détention d'actifs majoritairement résidentiels, qui la positionne sur le secteur de l'immobilier en investisseur à long terme ; la Société possède un portefeuille de près de 49.000 logements, répartis entre l'Allemagne et la France, avec une dominante germanique. Ainsi les revenus de source majoritairement allemande¹⁶ (78% des loyers versus 22% pour la France au 30 juin 2009) sont à relier à la localisation géographique du patrimoine :

- Allemagne (Rhénanie du Nord-Westphalie qui est la région la plus peuplée du pays) : 44.700 logements,
- France (poids significatif de la région Paris – Ile de France où se trouvent respectivement 19% et 42% des actifs en valeur) : 3.800 logements.

En règle générale, les immeubles sont davantage regroupés en Allemagne, où ils forment des quartiers, et correspondent à un standard moyen de gamme¹⁷ d'aspect assez homogène après la reconstruction de l'après-guerre, comparativement à la France où ils apparaissent relativement dispersés au sein d'une même ville, et de standing plus élevé.

15 Toutefois non encore documenté de façon formelle à ce jour.

16 L'immobilier tertiaire situé au Luxembourg ne contribue que marginalement (9 M€) à la valeur patrimoniale ; la société Batisica, sise au Luxembourg et détenant les titres des sociétés allemandes, est intégrée dans le périmètre allemand.

17 Historiquement ancien patrimoine de Thyssen Krupp.

Le patrimoine de FDL, exprimé en valeur d'expertise bloc hors droits, s'établit à 3,4 Md€ au 30 juin 2009, et affiche des taux de rendement globalement comparables à ceux observés au 31 décembre 2008, toutefois supérieurs en Allemagne¹⁸ :

En M€ Pays	Valeur d'expertise 30/06/09	Valeur d'expertise 31/12/08	Valeur d'expertise 31/12/07	Taux de rendement 30/06/09	Taux de rendement 31/12/08	Taux de rendement 31/12/07
France	972,0	1.022,6	1.072,5	4,7%	4,5%	4,4%
Allemagne	2.427,9	2.433,5	2.647,7	6,9%	6,8%	6,2%
Total	3.399,9	3.456,1	3.720,2	6,3%	6,1%	5,6%

La poursuite de la rotation du patrimoine (+21% de cessions et promesses au 30 juin 2009 par rapport au 30 juin 2008) et la stabilité du taux de vacance (1,7%) et des loyers (213 M€ annualisés) entre le 31 décembre 2008 et le 30 juin 2009, alliées à une maîtrise des coûts (résultat opérationnel courant égal à 69% du chiffre d'affaires à fin juin 2009 versus 68% à fin décembre 2008), caractérisent les performances du premier semestre 2009.

FDL comptait au 30 juin 2009 un effectif de 447 personnes, dont 389 en Allemagne¹⁹, 66 en France²⁰, et 2 au Luxembourg.

2.2 - Chiffres clés historiques

Les principaux agrégats historiques illustrant la stabilité depuis 2007 de la structure financière de FDL et du niveau de ses résultats opérationnels courants (i.e. avant ajustements au titre de la juste valeur et de la cession des actifs de placement) sont présentés, en grandes masses, dans le tableau ci-dessous :

18 La baisse des taux d'intérêt amorcée au cours du dernier trimestre 2008 a contribué jusqu'au 30 juin 2009 à la stabilisation des taux de rendement.

19 En Allemagne, la Société s'appuie sur les équipes de sa filiale de services Immeo Wohnen.

20 Depuis le 1er janvier 2009, FDL bénéficie d'une plateforme de gestion locative suite à l'intégration des équipes « Property Management France » dédiées aux activités résidentielles de Foncière des Régions.

En M€	30/06/09	31/12/08	30/06/08	31/12/07	30/06/07	31/12/06
<i>Immeubles de placement</i>	3.240	3.319	3.436	3.564	3.145	2.994
<i>Actifs disponibles à la vente</i>	151	148	163	147	42	48
Total immeubles²¹	3.391	3.467	3.599	3.711	3.187	3.042
<i>Autres actifs</i>	248	183	324	256	205	122
<i>Endettement net</i>	(2.042)	(2.045)	(2.125)	(2.123)	(1.828)	(1.802)
<i>Autres passifs</i>	(482)	(396)	(396)	(380)	(396)	(353)
Capitaux propres	1.115	1.209	1.402	1.464	1.168	1.009
Intérêts minoritaires	(27)	(28)	(29)	(29)	(7)	(6)
Capitaux propres part du groupe	1.088	1.181	1.373	1.435	1.161	1.003
En M€	30/06/09	31/12/08	30/06/08	31/12/07	30/06/07	31/12/06
Chiffre d'affaires	107	216	107	191	93	40
Résultat opérationnel courant	74	147	72	126	66	24
En % du chiffre d'affaires	69%	68%	67%	66%	70%	59%
<i>Variation de juste valeur</i>	(32)	(182)	(90)	183	145	55
<i>Autres éléments opérationnels</i>	3	22	15	(12)	4	(145)
Résultat opérationnel	45	(13)	(3)	297	215	(66)
Résultat financier	(74)	(207)	(4)	(44)	21	3
<i>Impôts exigibles et différés</i>	(1)	27	7	57	(60)	(4)
Résultat net	(30)	(193)	-	310	176	(67)
<i>Intérêts minoritaires</i>	-	2	-	(3)	(2)	2
Résultat net part du groupe	(30)	(191)	-	307	174	(65)

2.3. Analyse comparée des marchés français et allemands

La coexistence de patrimoines distincts de part et d'autre du Rhin au sein de FDL incite à la comparaison des caractéristiques des deux marchés, qui s'avèrent assez différentes, ne serait-ce qu'au vu du mode d'occupation des logements, plus orienté vers la propriété en France, alors que la location prévaut en Allemagne :

Spécificités	France	Allemagne
Taux de rendement FDL (§ 2.1)	Plus faibles	Plus élevés
Taux de vacance FDL	En baisse ²²	Stable ²³
Valeurs d'expertise FDL (§ 2.1)	Stabilisation	Diminution
Rotation de l'actif FDL ²⁴	Significative	Faible
Transactions	Individuelles	Portefeuille

21 Hors exploitation.

22 1,5% sur le premier semestre 2009 versus 2,9% en 2008.

23 1,7% sur le premier semestre 2009, comparable à 2008 ; les locaux vacants et la démographie décroissante en Allemagne se sont traduites jusqu'à des démolitions de constructions dans l'ex RDA.

24 Cessions et promesses rapportées à la valeur d'ensemble du patrimoine.

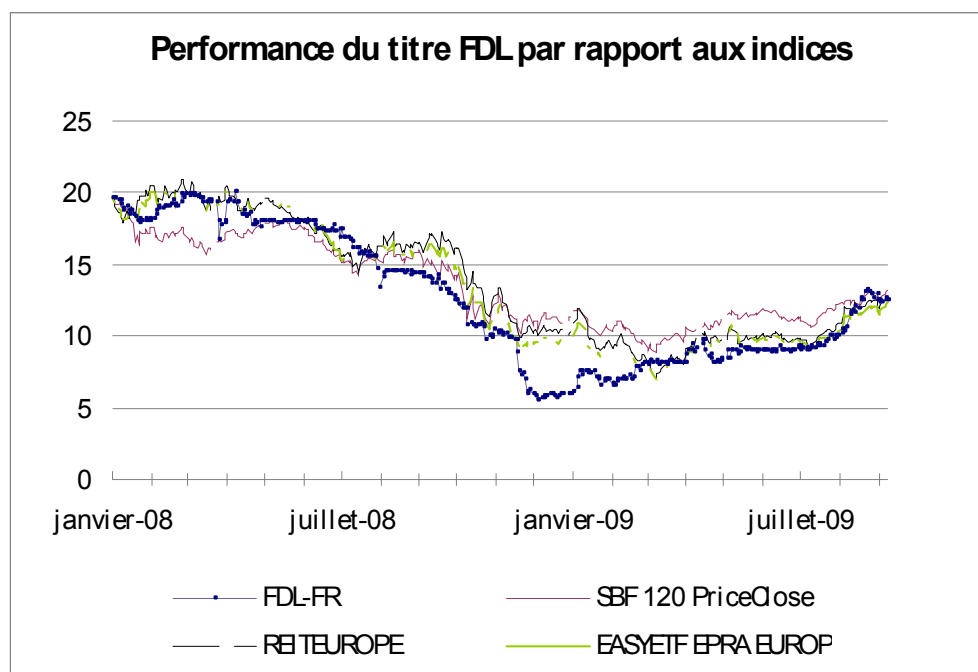
2.4 - Perturbations liées au contexte économique et boursier

Après les effets de la crise des subprimes en 2007, l'avènement de la crise économique au second semestre 2008 a de nouveau brutalement touché l'immobilier, n'épargnant pas le segment résidentiel ; si l'habitation a cependant plutôt mieux résisté que le tertiaire, en prouvant sa capacité à entretenir un flux de cessions complémentaire aux revenus locatifs, l'attentisme est néanmoins encore de mise entre cédants et cessionnaires, du fait notamment des difficultés de financement perceptibles au travers du durcissement des conditions d'emprunt et des craintes de baisse du revenu des ménages ; les prémices d'une reprise ne sont pas encore suffisamment perceptibles pour y déceler un redressement durable. L'évolution du niveau des loyers reste par ailleurs globalement atone.

Les midcaps -dont FDL- ont été particulièrement affectées par le repli boursier, majorant les taux de rendement par rapport aux actifs sous-jacents.

La décote des foncières présentes en bourse a atteint au début de l'année 2009, à l'échelle européenne, -50% en moyenne sur leur actif net réévalué, point bas jusqu'alors jamais atteint²⁵. L'interprétation de ce phénomène persistant réside, d'une part, dans une perte de confiance en la valorisation de l'immobilier à laquelle la dépression boursière n'est pas étrangère (composante actif) et, d'autre part, à un effet de surpondération dans la perception du risque financier (faillite, renchérissement du coût des ressources) inhérent aux entreprises du secteur (composante passif).

Il convient cependant de noter qu'après avoir sensiblement décroché des indices de référence généraux (SBF 120) et sectoriels (REITEUROPE et EPRA) lors de l'avènement de la crise boursière fin 2008-début 2009, le cours de FDL tend à rejoindre ces indices (ci-après rebasés par rapport au cours de FDL au 1er janvier 2008) :



25 Source : ACOFI Gestion – 11 février 2009.

2.5. Précisions sur le régime fiscal SIIC

L'option au régime fiscal SIIC s'appliquant à FDL en France est assortie des conditions suivantes :

- exigibilité immédiate d'un impôt de sortie (Exit tax) de 19,0% sur les plus-values latentes relatives aux immeubles et aux titres de sociétés de personnes non soumises à l'impôt sur les sociétés, payable sur 4 ans à compter de l'année de l'option, en contrepartie de l'exonération de l'impôt sur les revenus de l'activité SIIC²⁶,
- obligation de distribution de 85% des bénéfices tirés de la location d'immeubles, 50% des plus-values de cession d'immeubles et parts de filiales ayant opté pour le régime SIIC ou transparentes fiscalement, et 100% des dividendes en provenance de filiales ayant opté²⁷.

3 - EVALUATION DE L'ACTION FDL

Conformément à l'instruction de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes de l'évaluation (§ 3.1), les méthodes qui nous sont apparues les plus pertinentes pour évaluer FDL à titre principal (§ 3.2), celles que nous présentons à titre de recoupement (§ 3.3), celles que nous avons écartées (§ 3.4) et la synthèse de nos travaux (§ 3.5).

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1. Référentiel comptable

Les comptes consolidés de FDL sont établis selon le référentiel IFRS.

La Société a opté, dans le cadre de l'application de la norme IAS 40, pour la comptabilisation en juste valeur des immeubles de placement. La valeur comptable de ces biens au 30 juin 2009 repose donc sur les évaluations réalisées par des experts immobiliers reconnus²⁸ selon un cahier des charges interne au groupe Foncière des Régions se conformant aux recommandations et directives successives de la COB²⁹ et de l'AMF.

Les instruments financiers dérivés de FDL sont, par application de la norme IAS 39, inscrits au bilan pour leur juste valeur ; ne répondant pas aux critères d'éligibilité à la comptabilité de couverture, leurs variations de juste valeur sont inscrites en compte de résultat.

Les passifs financiers, n'étant pas inclus dans une relation de couverture, sont évalués au coût amorti.

Par application de la norme IAS 12, les impôts différés actifs et passifs, notamment ceux résultant des réévaluations des immeubles de placement et des instruments financiers dérivés, sont inscrits au bilan de FDL.

26 Location d'immeubles, ainsi que (sous conditions) plus-values sur les cessions d'immeubles et de droits immobiliers, d'une part, et dividendes des filiales constituées ou non en SIIC, d'autre part.

27 Ou de filiales répondant à des critères particuliers (article 8).

28 Experts immobiliers membres de l'AFREXIM (Association Française des Sociétés d'Expertise Immobilière) : (i) en France : Atis Real Expertises, Foncier Expertise, CB Richard Ellis Valuation, VIF Expertise, (ii) en Allemagne : Atis Real Expertises.

29 Directives COB du 3 février 2000 sur l'expertise immobilière.

3.1.2. Date de référence de l'évaluation et trésorerie nette

Nous avons retenu pour l'évaluation de FDL et de son titre le 30 juin 2009, date d'arrêté des derniers comptes semestriels publiés.

La dette nette au 30 juin 2009, qui s'élève à 2 204 M€, se décompose comme suit (en M€) :

Endettement net (§ 2.2)	2.042 ³⁰
Juste valeur des instruments financiers	87
Engagements de retraite	34
Intérêts minoritaires	27
Provisions pour risques et charges courantes	8
Dépôts de garantie des locataires	6
Total dette nette	2.204

3.1.3. Taux d'impôt

Du fait du statut SIIC de FDL (§ 2.5), le taux d'impôt sur les sociétés est nul en France, mais ne l'est pas au niveau du groupe en raison de l'existence des filiales allemandes. Nous avons retenu le taux moyen théorique du groupe constaté en 2008, soit 12,2%, pour le calcul du taux d'actualisation (§ 3.2.2).

3.1.4. Nombre d'actions

Au 30 juin 2009, le capital social de FDL est composé de 60.010.336 actions entièrement libérées (§ 1.1), dont 43.032 titres auto-détenus dans le cadre du contrat de liquidité géré par Exane BNP Paribas. Il n'existe aucun instrument dilutif ni relatif sur le capital de FDL. Le nombre d'actions pour les besoins de l'évaluation, après retraitement de l'auto-détention, s'élève donc à 59.967.304 actions.

3.1.5. Format des prévisions

La direction de FDL a élaboré un plan d'affaires couvrant la période 2009-2013, selon une approche bottom-up très détaillée par immeuble, entité et pays s'intégrant dans le processus de reporting au sein du groupe Foncière des Régions. Les prévisions se déclinent en périodes trimestrielles.

Nous nous sommes préalablement assurés de la fiabilité du processus budgétaire par le rapprochement entre les projections du management et les réalisations au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2008 ; les données réelles semestrielles à fin juin 2009 apparaissent également en ligne avec le budget.

30 Emprunts à long terme portant intérêts (2.036 M€) + emprunts à court terme portant intérêts (107 M€) – Trésorerie et équivalents de trésorerie (101 M€).

Les flux de trésorerie proviennent principalement de deux sources distinctes : d'une part, l'exploitation locative courante, d'autre part, les acquisitions et cessions d'immeubles ; les travaux immobilisés ont été traités comme des flux d'acquisition.

Le business plan s'inscrit dans la continuité du périmètre actuel sans acquisition majeure ni réalisation d'actifs stratégiques :

- compte tenu de la difficulté de lever des fonds pour financer de nouvelles acquisitions de biens, une acquisition n'est intégrée que si son financement est bouclé à la date de mise à jour du plan d'affaires,
- la politique de cessions du groupe FDL a été projetée sur l'horizon de prévisions, au taux moyen annuel de 9,0% en France et 2,2% en Allemagne (en valeur d'actifs),
- il s'ensuit que le nombre de logements décroît fortement pour représenter en 2013 respectivement 53% et 83% du nombre de logements début 2008 et l'on observe corrélativement une baisse des produits et charges d'exploitation sur la période explicite,
- indépendamment de l'effet volume, les loyers augmentent de 22,3% en France et 8,8% en Allemagne ; cette hausse résulte de l'indexation des loyers et de l'exploitation du potentiel de réversion (capacité à augmenter le loyer lors du changement de locataire),
- l'amélioration prévisionnelle du niveau relatif des charges d'exploitation par rapport aux produits (31,2% en 2013 versus 32,2% en 2009), est obtenue par la maîtrise des coûts de structure à l'instar du premier semestre 2009 (§ 2.1) et l'optimisation des achats auprès des entreprises de bâtiment.

En synthèse nous sommes d'avis que le plan d'affaires de FDL de 2009 à 2013 reflète les meilleures estimations et appréciations des résultats futurs ; il est l'aboutissement d'un processus récurrent d'établissement de prévisions de FDL et retranscrit le potentiel de développement de la société à ce jour.

3.2 - Méthodes d'évaluation retenues a titre principal

Afin d'apprécier le prix offert par l'initiateur, nous avons mis en œuvre plusieurs méthodes à titre principal, développées ci-après :

- actif net réévalué,
- actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode Discounted Cash Flow dite DCF),
- valorisation par les multiples de sociétés cotées comparables,
- analyse du cours.

3.2.1. Actif net réévalué (ANR)

L'ANR est un critère d'évaluation incontournable dans le cas d'une société foncière et fait l'objet d'une publication semestrielle ; nous avons appliqué les recommandations de l'EPRA³¹ pour calculer l'ANR « Triple Net »³² de FDL.

Etabli à partir de comptes IFRS dans lesquels l'option pour la juste valeur des immeubles de placement a été choisie conformément à l'IAS 40³³, le passage entre la situation nette consolidée (part du groupe) et l'ANR Triple Net consiste théoriquement à ajouter la juste valeur des instruments financiers, retrancher les valeurs nominales des impôts différés liés aux réévaluations des instruments financiers et des immeubles et leur substituer les valeurs actualisées de ces mêmes impôts. FDL ne dispose pas d'immeubles en cours de développement ; par conséquent, aucun retraitement n'est à effectuer à ce titre.

Les justes valeurs des immeubles de placement ont été estimées au 30 juin 2009 à dire d'experts, sur la base de la capitalisation via un taux de rendement des loyers³⁴ (méthode dite « par le revenu ») corroborée par les valeurs transactionnelles³⁵ (méthode dite « par comparaison »), selon un cahier des charges interne suivant les principales recommandations de l'AMF³⁶ en la matière (§ 3.1.1).

Les montants comptabilisés sont exprimés en valeurs « bloc hors droits »³⁷, i.e. en valeurs auxquelles les immeubles pourraient être cédés dans le cadre d'une seule transaction par immeuble et avant prise en compte des droits de mutation.

Les valeurs comptables « bloc hors droits » des expertises telles que définies ci-dessus, qui conditionnent directement le niveau de l'ANR de la Société, reposent sur des états locatifs à la date la plus proche de celle de l'arrêté comptable :

- *en raison des ventes intervenant sur le patrimoine, ces valeurs sont minorées de la valeur d'expertise des surfaces cédées,*
- *à la valeur d'expertise des logements sous promesse de vente à la date de clôture est substitué le prix figurant dans la promesse.*

Notre calcul de l'ANR Triple Net s'est effectué conformément aux recommandations de l'EPRA à l'exception des points suivants :

- *les passifs financiers comptabilisés au coût amorti n'ont pas été retraités en juste valeur faute d'information disponible dans les comptes ; s'agissant de dettes amortissables³⁸ à taux révisable (Euribor 3 mois), l'écart entre le coût amorti et la juste valeur est a priori non significatif,*

31 European Public Real Estate Association (§ 2.4).

32 Diluted EPRA NNAV.

33 La Société a opté pour la possibilité offerte par la norme IAS40 de comptabiliser ses immeubles de placement à leur juste valeur, sous réserve de l'actualisation de l'impôt différé « triple net » (exclusivement sur les instruments financiers et les actifs immobiliers).

34 Capitalisation du revenu effectif net (loyers nets des charges non récupérables auprès des locataires) ; les taux de capitalisation utilisés par les experts sont compris dans les fourchettes de 4,18% à 6,60% en France et de 4,50% à 6,75% en Allemagne.

35 Détermination de la valeur des immeubles par référence directe à des transactions effectuées sur le marché immobilier pour des biens présentant des caractéristiques et une localisation comparables à celles du produit expertisé.

36 Complétées des directives COB du 3 février 2000 sur l'expertise immobilière.

37 Par opposition à la valeur « droits inclus » de reconstitution ou de remplacement des actifs correspondant au prix d'acquisition, tous frais compris, de la part d'un investisseur.

- les impôts différés liés à la réévaluation des instruments financiers dérivés n'ont pas été retenus, dans la mesure où, bien que n'ayant pas la qualification comptable de couverture, ces dérivés sont économiquement des couvertures et ont vocation à être conservés jusqu'à l'échéance ; aucune cession n'étant prévue, l'impôt différé lié à la réévaluation ne se matérialisera donc pas et c'est pour cette raison que nous l'avons exclu.

Le seul retraitement intervenu par rapport aux valeurs issues des comptes IFRS de FDL concerne l'impôt différé sur les réévaluations d'immeubles en Allemagne : en raison du statut SIIC, les réévaluations d'immeubles en France ne sont pas fiscalisées ; par ailleurs, l'Exit Tax (§ 2.5) est entièrement acquittée au 30 juin 2009. L'impôt différé passif a été actualisé sur la base d'un plan de cession normatif de 10 ans établi par la direction de FDL, à raison de 2% par an et le reliquat au terme de la décennie écoulée. Le taux d'actualisation retenu de 6%³⁹ correspond au taux d'actualisation interne au groupe Foncière des Régions et est en l'espèce compatible avec le taux d'actualisation des flux de trésorerie que nous avons calculé (§ 3.2.2)

La valeur des capitaux propres découlant du calcul de l'ANR Triple Net s'établit au 30 juin 2009 à 1 148,6 M€, soit par action à 19,16 € (versus 20,70 € au 31 décembre 2008 pour mémoire) :

En K€	30/06/09	31/12/08
Capitaux propres part du groupe	1.088,5	1.182,1
Impôt différé Allemagne	139,5	
Impôt différé Allemagne actualisé	(79,2)	
Retraitement de la fiscalité différée en Allemagne	60,1	60,8
ANR hors droits	1.148,6	1.242,9
Nombre d'actions (§ 3.1.4)	59.967.304	60.021.987
ANR par action (en €)	19,16	20,70

3.2.2. Actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie a été mise en œuvre à partir des flux prévisionnels issus du plan d'affaires élaboré par la direction de FDL.

Les flux de trésorerie disponibles ont été calculés sur l'horizon explicite de prévision (2009-2013) en cumulant les agrégats suivants :

38 La valeur de la dette correspond au montant restant à rembourser ; comme de nombreuses sociétés du secteur, FDL n'a pas opté pour la mise en juste valeur de sa dette en fonction de l'évolution de son propre spread de crédit ; en l'absence de ligne de dette cotée, aucun retraitement n'a été effectué.

39 Fiscalement reconnu en Allemagne.

- EBITDA (quasiment équivalent au résultat opérationnel courant IFRS, en raison du caractère non significatif des dotations aux amortissements des immobilisations corporelles, conséquence de la mise en juste valeur des immeubles de placement par application de la norme IAS 40),
- impôt sur les sociétés (imputable à l'Allemagne⁴⁰),
- acquisitions d'immeubles,
- travaux immobilisés (principalement remise en état des immeubles préalablement à leur cession ou relocation) ;
- cessions d'immeubles.

Le flux terminal a été construit sans recourir à la formule de Gordon-Shapiro⁴¹. Nous avons retenu deux composantes principales pour ce flux :

- la juste valeur des immeubles de placement à l'issue de l'horizon explicite (valeur bloc hors droits des immeubles en 2013), diminuée de l'impôt sur la plus-value des immeubles allemands,
- la capitalisation, au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) de FDL, de la marge moyenne prévisionnelle 2009-2013 sur cessions d'immeubles (basée sur un montant de cessions équivalent au volume moyen de cessions observé sur les années 2008 à 2013), diminuée de l'impôt au taux moyen d'imposition du groupe FDL.

Le taux d'actualisation (CMPC ou WACC), qui s'établit d'après nos estimations à 6,14%, a été déterminé à partir des éléments suivants :

Composante	Ledouble SA	Société Générale CALYON (§ 4)
-------------------	--------------------	--

40 Au taux d'impôt de 15% en Allemagne (avant prise en compte des déficits fiscaux) s'ajoute pour certaines sociétés une taxe communale ; on constate à la fin de la période explicite de prévisions un effet de marche sur l'impôt du fait de la consommation de déficits fiscaux.

41 Formule par ailleurs mise en oeuvre par les établissements présentateurs ; on notera que le taux de croissance perpétuelle (2,5%) en année terminale a été légèrement majoré par rapport aux données macro-économiques actuelles concernant le taux d'inflation, pour rester en ligne avec l'historique de croissance.

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,56% ⁴²	3,54%
Prime de risque de marché	6,67% ⁴³	5,66% ⁴⁴
Beta réendetté	1,69 ⁴⁵	1,33
Coût des capitaux propres	14,84%	11,06%
Coût de la dette avant impôt	4,04% ⁴⁶	4,76% ⁴⁷
Taux d'imposition	12,2% ⁴⁸	12,2%
Coût de la dette après impôt	3,55%	4,17%
Poids des capitaux propres	23,00% ⁴⁹	35,32% ⁵⁰
Poids de la dette	77,00%	64,68%
Taux d'actualisation	6,14%	6,61%

Aucune prime spécifique (de taille ou liquidité) n'a été appliquée dans le calcul du WACC.

La valeur centrale d'entreprise obtenue par la méthode DCF s'établit d'après ces paramètres à 3.308 M€ (dont un déport d'environ 70% en valeur terminale), celle des capitaux propres à 1.104 M€ situant l'évaluation unitaire de l'action à 18,42 € :

42 Agence France Trésor – 3 septembre 2009.

43 Fairness Finance – 9 septembre 2009.

44 Moyenne des primes de risque publiées par Damodoran et Recherche Actions SG.

45 Beta désendetté moyen observé sur l'échantillon de comparables (§ 3.2.3) après réendettement selon le levier moyen de l'échantillon. Le désendettement / réendettement du beta a en effet été effectué sur la base du levier de marché observé ; dans la mesure où le beta est réendetté avec le levier retenu pour l'endettement cible de FDL, l'utilisation du levier moyen des comparables (335%) ou celui de FDL (272%) aboutissent à des taux d'actualisation quasiment identiques : respectivement 6,14% et 6,16%.

46 Rapport financier semestriel 2009 de FDL § 2.3.5 – Taux moyen sur 2009.

47 Marge de 2% supérieure au taux swap à 5 ans (2,76%).

48 Taux d'imposition apparent de FDL.

49 Médiane des comparables (§ 3.2.3)

50 Comptes consolidés de FDL au 30 juin 2009 – Capitaux propres IFRS : 1.115 M€ ; dette nette : 2.042 M€ (§ 2.2)

	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal
Cash flow disponible	130,4	258,7	258,6	251,5	238,7	3 054,0
taux actualisation	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%
période	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
coefficient d'actualisation	0,971	0,914	0,862	0,812	0,765	0,765
taux croissance à l'infini						
CF actualisés M€	126,6	236,5	222,8	204,2	182,6	2335,3
Somme des CF actualisés M€	3308,0					
dettes nettes	2 042					
intérêts minoritaires	27					
provisions R&C	8					
DG des locataires	6					
instruments financiers	87					
engagements de retraite	34					
Dettes nettes retraitées M€	2 204					
Valeur des capitaux propres M€	1104,4					
Nombre d'actions diluées au 30/06/2009	59 967 304					
valeur par action €	18,42					

Les valeurs par action issues de l'analyse de sensibilité autour d'hypothèses plausibles de taux d'actualisation (+ et - 0,5 points) se répartissent dans un intervalle de 17,41 € à 19,46 € que nous présentons en relativisant le degré de précision de l'outil de mesure :

Actualisation	5,14%	5,64%	6,14%	6,64%	7,14%
En €	20,52	19,46	18,42	17,41	16,43

L'écart relativement faible entre la valorisation cible en DCF et l'ANR au 30 juin 2009 est à considérer en regard notamment :

- du faible écart implicite sur le taux d'actualisation entre les deux valeurs : 6,14% (DCF : 18,42 €) et 5,79% (ANR : 19,16 €),
- de la traduction par le DCF des paramètres de marché les plus récents.

3.2.3. Comparables boursiers

Nous avons constitué un échantillon de sociétés comparables en sélectionnant des foncières cotées sur la base des critères suivants :

- composante de revenus tirés de la location et des cessions d'un patrimoine composé à des degrés divers d'immeubles résidentiels,
- tout ou partie du patrimoine locatif situé en Allemagne⁵¹,
- importance relative du flottant et / ou de la liquidité du titre.

Notre panel s'articule en deux volets :

51 A l'exception de Gecina et ANF.

- une sélection restrictive de trois foncières purement résidentielles⁵²,
- un élargissement à d'autres foncières mixtes (résidentiel et tertiaire).

FDL n'est pas locataire dans le cadre d'un contrat de location opérationnelle (operating lease au sens de la norme IAS 17). Par conséquent, nous avons écarté la notion d'EBITDAR⁵³, soit l'EBITDA avant les loyers payés au titre des contrats de location opérationnelle⁵⁴.

Nous avons retenu dans un premier temps à la fois le multiple d'EBITDA (multiple en valeur d'entreprise assimilable à l'excédent brut d'exploitation : VE/EBITDA) et celui de Price to Cash Flow (multiple en valeur des capitaux propres), pour les années 2010 et 2011 selon les informations renvoyées par nos bases de données. Le cours spot de clôture au 10 septembre 2009 a été choisi dans la mise en œuvre de cette méthode des comparables boursiers, au vu de la reprise progressive des cours observée depuis un mois.

Compte tenu de la relative dispersion sur les données de l'échantillon, nous avons privilégié des multiples médians pour l'EBITDA et finalement exclu les multiples de Price to Cash Flow, qui s'avèrent trop hétérogènes. Le multiple VE/EBITDA diffère très peu du multiple VE/EBIT (résultat d'exploitation) en raison de l'option pour la juste valeur des immeubles, conduisant à l'absence d'amortissement de ces derniers ; nous n'avons donc pas retenu le multiple VE/EBIT. L'EBITDA constitue un agrégat pertinent pour la mesure de la valeur issue de l'exploitation du patrimoine immobilier, mais ne prend pas en compte la valeur issue des cessions. Cette valeur est en revanche incluse dans le Price to Cash-Flow, mais elle varie alors en fonction des politiques de cession.

Nous avons également négligé les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER) : les premiers dans la mesure où le chiffre d'affaires ne traduit pas la gestion de la non-indexation des charges d'exploitation, enjeu majeur de la gestion locative ; les seconds parce que les résultats nets intègrent les produits et charges de réévaluation d'actifs, par nature fortement fluctuants selon les sociétés.

Au terme de notre analyse, la valeur d'entreprise obtenue par les multiples d'EBITDA se situerait dans un intervalle de 2.504 M€ à 2.676 M€, plaçant la valeur des capitaux propres entre 300 M€ à 471 M€ et celle de l'action dans une fourchette de 5,01 € à 7,87 €, nettement inférieure à la valeur intrinsèque appréhendée au travers de l'ANR et des DCF, en raison du contexte boursier (§ 2.4) :

Société	Pays	Devise	CB (en millions)	Dette nette (en millions)	VE (en millions)	*EBITDA 2010 ⁵⁵	*EBITDA 2010 ⁵⁶	*EBITDA 2011 ⁵⁷
Gagfah	Luxembourg	€	1.524	6.660	8.183	17,6	18,0	19,1
Conwert Immobilien	Autriche	€	773	1.492	2.265	20,8	21,1	21,6

52 Gagfah, Conwert Immobilien, Deutsche Wohnen.

53 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent.

54 La part d'intérêt des loyers payés au titre des contrats de location financière (finance leases au sens de l'IAS 17) est déjà prise en compte dans l'EBITDA, puisque ces contrats sont comptabilisés comme des crédits.

55 Thomson One.

56 In Financials.

57 In Financials.

Deutsche Wohnen	Allemagne	€	358	2.073	2.431	17,6	17,6	17,7
Moyenne						18,6	18,9	19,5
Médiane						17,6	18,0	19,1
Agrégats (M€)						142,3	142,3	140,1
VE (M€)						2.504,5	2.561,4	2.675,9
Dettes nettes (M€)						(2.204,0)	(2.204,0)	(2.204,0)
Capitaux propres (M€)						300,5	357,4	471,9
Valeur action (€) sur échantillon restreint						<u>5,01</u>	5,96	<u>7,87</u>
Gecina	France	€	4.543	4.724	9.267	19,8	19,3	19,2
ANF	France	€	756	393	1.149	16,8	17,3	15,7
Hamborner AG	Allemagne	€	196	37	233	11,3	10,3	7,7
TAG Immobilien	Allemagne	€	108	558	666	23,8	20,1	15,7
Grainger Plc	Angleterre	£	441 ⁵⁸	1.837	2.278	23,0	24,1	24,7
Moyenne						18,8	18,4	17,7
Médiane						18,7	18,6	18,4
Agrégats (M€)						142,3	142,3	140,1
VE (M€)						2.661,0	2.646,8	2.577,8
Dettes nettes (M€)	Cf. § 3.1.2					(2.204,0)	(2.204,0)	(2.204,0)
Capitaux propres (M€)						<u>457,0</u>	<u>442,8</u>	<u>373,8</u>
Valeur action sur échantillon étendu (€)	<u>Cf. § 3.1.4</u>					<u>7,62</u>	<u>7,38</u>	<u>6,23</u>

3.2.4. Cours

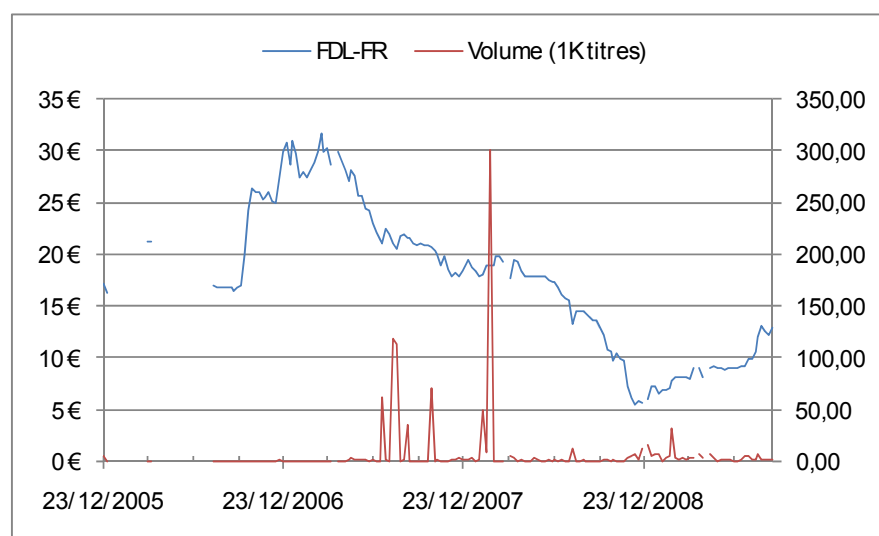
La décote structurelle du cours de bourse par rapport à l'ANR relativise a priori la pertinence de la référence au cours pour évaluer le titre FDL, si l'on considère que cette approche tend à sous-valoriser l'action de la Société au regard de la valeur intrinsèque de ses actifs sous-jacents et ses fondamentaux ; pour autant la liquidité offerte par l'initiateur de l'offre aux actionnaires auxquels elle s'adresse s'apprécie par rapport à cette donnée.

Le nombre limité de transactions et la faible liquidité du titre induit par l'étroitesse du flottant relèguent en définitive le cours à un élément d'appréciation de la prime offerte par l'initiateur sur une action ayant fluctué depuis un an entre 5,5 €⁵⁹ et 14,2 €⁶⁰ :

58 Converti en €.

Liquidité de l'action FDL	Cours moyen pondéré par les volumes	Montant moyen échangé par jour (M€)	Montant cumulé échangé (M€)	Nombre moyen d'actions échangé par jour / flottant	Nombre cumulé d'actions échangé par jour / flottant
Spot 18/09/2009	12,50				
Spot 09/09/2009	12,52				
20 séances	12,38	0,03	0,58	0,13%	2,57%
60 séances	10,08	0,03	2,02	0,18%	10,98%
120 séances	9,44	0,03	3,9	0,19%	22,60%
240 séances	7,08	0,05	13,17	0,42%	101,84%

A titre d'information, le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours de FDL depuis fin 2005, date de création de la société (§ 1.1) ; il marque la rupture de la crise des subprimes en 2007 amplifiée par la dépression boursière en 2008 (§ 2.4) :



FDL en tant que telle n'est pas suivie par les analystes, mais seulement au travers de Foncière des Régions, d'après des informations de source indirecte⁶¹ ; dès lors aucun objectif de cours ne peut être avancé.

3.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre de recoupement

3.3.1. Etude de corrélation entre l'ANR et la Loan to Value

Par référence à la décote moyenne de l'échantillon de comparables boursiers (§ 3.2.3), de l'ordre de 40-41% d'après nos informations au 30 juin 2009, et sur la base de l'ANR Triple Net de 19,2 € à cette même date (§ 3.2.1), la valeur de marché de l'action FDL se situerait à environ 11 € :

Gagfah	53%
Conwert Immobilien	49%

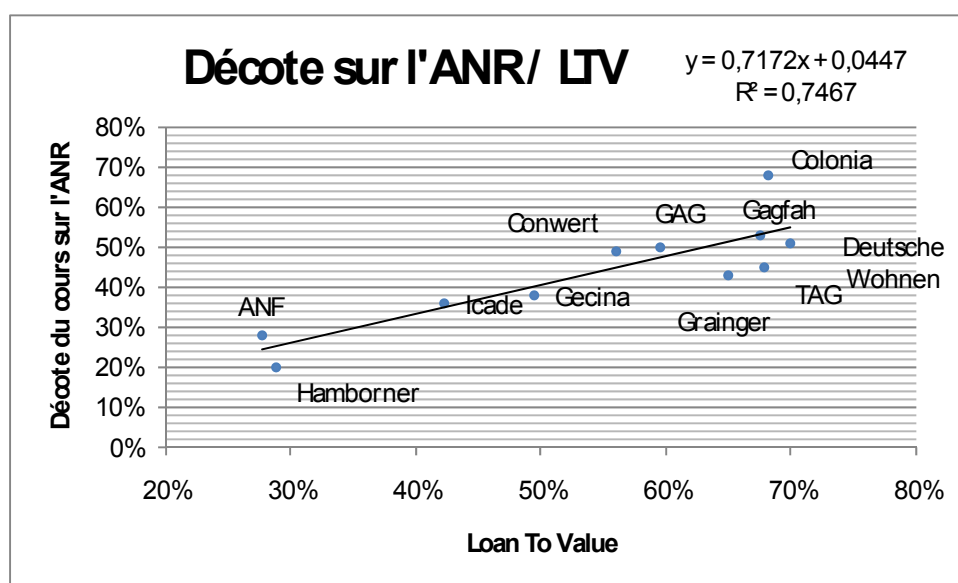
59 Plus bas – 5 décembre 2008

60 Plus haut – 16 septembre 2008.

61 FDL est abordée par la Recherche Actions Société Générale dans une note d'analyse de Foncière des Régions du 28 avril 2009, qui confirme la valeur du patrimoine de FDL à fin 2008, exprimée en part du groupe Foncière des Régions.

<i>Deutsche Wohnen</i>	51%
<i>Gecina</i>	38%
<i>ANF</i>	28%
<i>Hamborner AG</i>	20%
<i>TAG Immobilien</i>	45%
<i>Grainger plc</i>	43%
Total	40%

Afin de situer le prix d'offre par rapport à l'ANR de FDL, nous avons également pratiqué, sur un échantillon de sociétés foncières⁶² plus large en termes de taille et d'activité que le panel de comparables (§ 3.2.3) et visant à une couverture optimale du secteur, une analyse de régression entre la décote du cours (1 mois) sur l'ANR par action et le ratio Loan To Value (valeur comptable de la dette nette rapportée à la juste valeur des actifs retraitée le cas échéant des réserves latentes non extériorisées comptablement par défaut d'option à la réévaluation dans l'application de la norme IAS 40) au 30 juin 2009⁶³, en nous référant aux plaquettes de présentation des derniers comptes semestriels :



Sur la base de l'équation de la droite de régression, présentant une qualité statistique satisfaisante ($R^2 = 0,75$) et eu égard à la LTV de FDL au 30 juin 2009 de 58,5%, la décote théorique que devrait

62 L'échantillon retenu pour l'analyse de régression comprend, en sus des sociétés sélectionnées dans le cadre de la valorisation par les multiples (§ 3.2.3), les entités suivantes : Icade, GAG Immobilien, Colonia Real Estate AG.

63 A l'exception de Grainger plc arrêtant ses comptes annuels au 30 septembre et semestriels au 31 mars.

refléter le cours de l'action FDL par rapport à l'ANR par action serait de 46,4% : on aurait alors un cours de l'action de 10,27 €, nettement inférieur au cours spot de 12,53 € et a fortiori au prix d'offre.

3.3.2. Transactions internes

L'acquisition outre-Rhin en octobre 2007, postérieurement au début de la crise des subprimes, de 73,4% du capital de la société Gewo, détenant près de 2.300 logements à Datteln, dans la vallée de la Ruhr, a été effectuée sur des multiples de valorisation qui ne sont pas fondamentalement éloignés des données de marché actuelles observables en Allemagne⁶⁴.

3.3.3. Transactions externes

Nous nous sommes référés aux notes d'informations des trois dernières offres publiques intervenues dans le secteur des sociétés foncières :

- Mai 2009 : Offre Publique d'Achat / Offre Publique d'Echange initiée par Gecina sur les titres Gecimed,
- Décembre 2008 : Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les titres de Lucia,
- Octobre 2008 : Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les titres IPBM.

Les primes et décotes offertes à l'occasion de ces opérations sur les cours de bourse et l'ANR transposées à FDL valorisent le titre de la Société à un niveau inférieur au prix d'offre présentement envisagé.

3.4 Méthode écartée : rendement

L'approche d'évaluation par le rendement est conditionnée par le statut SIIC en France (§ 2.5) en ce qui concerne les revenus fonciers⁶⁵, source de dividendes récurrents ; il en va autrement d'une partie des plus-values de cession d'actifs qui interfèrent dans la politique de distribution, et qu'il est dès lors difficile d'anticiper.

En tout état de cause, la valeur maximale du titre en application de la méthode du rendement, dans le principe, convergerait vers les résultats de la méthode DCF.

3.5. Synthèse

Le prix d'offre envisagé de 18 € dégage les décotes et primes suivantes par rapport aux valeurs ressortant de notre évaluation multicritères ; on notera à cet égard, dans les conditions de marché actuelles, la prime très significative, en toutes hypothèses, sur le cours de bourse reflétant le niveau de liquidité offert aux actionnaires minoritaires et la décote modérée sur l'ANR (de l'ordre de 6%) en comparaison de la moyenne sectorielle :

<u>Méthode</u>	<u>Fourchette de valorisation par</u>	<u>Prime sur le prix d'offre en % par</u>
----------------	---------------------------------------	---

⁶⁴ Actifs résidentiels valorisés 93 M€ hors droits pour un loyer généré de 6,8 M€, soit un rendement de 7,3%.

⁶⁵ Rendement pérenne favorisé par la détention à long terme des logements.

	<u>action en €</u>	<u>rapport à la fourchette de valorisation</u>
Actif Net Réévalué (§ 3.2.1)	19,16	(6,05)%
Actualisation des flux de trésorerie : DCF (§ 3.2.2)	17,41 à 19,46	(7,50%) à 3,39%
Comparables boursiers (§ 3.2.3)	5,01 à 7,87	128,71% à 259,28%
Cours spot (§ 3.2.4)	12,52	43,77%
Cours 1 mois (§ 3.2.4)	12,38	45,39%
Cours 3 mois (§ 3.2.4)	10,08	78,57%
Cours 6 mois (§ 3.2.4)	9,44	90,68%
Cours 1 an (§ 3.2.4)	7,08	154,24%

4 – ANALYSE DU RAPPORT D'ÉVALUATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS

Nous avons examiné les différents critères retenus ainsi que les valeurs obtenues tels que ces éléments sont exposés dans le projet de note d'information de la présente opération.

Nous avons également obtenu des informations complémentaires à l'occasion de réunions de travail et contacts avec les représentants des établissements présentateurs ; d'une manière générale, les différentes méthodes et critères qu'ils ont utilisés n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Nos principales observations sur les travaux d'évaluation des établissements présentateurs se résument comme suit :

- *les méthodes employées, hiérarchisées de façon différente, se recoupent néanmoins ; nous rapprochons à cet égard la valorisation de l'action FDL par la décote moyenne sur l'ANR⁶⁶ telle que présentée par Société Générale et CALYON de notre analyse de régression entre cette décote et la LTV,*
- *le taux d'actualisation des établissements présentateurs, au final sensiblement supérieur à celui que nous avons calculé, est construit différemment du nôtre qui table sur un gearing cible du panel de comparables (données de marché), se substituant au gearing comptable observé au 30 juin 2009 retenu par les évaluateurs,*
- *le flux terminal en DCF modélisé par les établissements présentateurs selon la méthode de Gordon-Shapiro évolue en fonction du couple taux d'actualisation/taux de croissance perpétuel,*

⁶⁶ Nos décotes sur ANR au 30 juin 2009 sont légèrement supérieures à celles des établissements présentateurs pour les comparables communs.

alors que nous avons fait le choix d'un agrégat figé sujet, par construction, à l'effet du seul taux d'actualisation,

- *l'échantillon de comparables diffère également pour partie, extériorisant sur des moyennes 1 mois pondérées par les volumes des multiples plus importants -en ce compris les multiples de Price to cash flow que nous avons pour notre part écartés- qui ne parviennent toutefois pas à rejoindre le prix d'offre.*

Nous considérons pour les autres paramètres de l'évaluation que les options qui ont été prises n'appellent pas d'observation particulière.

5 - CONCLUSION

Le prix d'offre de 18,0 € est équitable pour les actionnaires minoritaires apportant leurs titres dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par FDL sur ses propres titres.

Fait à Paris, le 13 octobre 2009.

Olivier CRETTE

ANNEXES

- Annexe 1** *Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA*
- Annexe 2** *Calendrier de l'étude*
- Annexe 3** *Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA*
- Annexe 4** *Principales sources d'information utilisées*
- Annexe 5** *Composition de l'équipe Ledouble SA*
- Annexe 6** *Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA*

ANNEXE 1

PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

Revue de presse et recherches documentaires

Analyse de l'économie générale de l'opération

Contacts et rencontre avec le management, les établissements présentateurs et un expert immobilier

Revue des travaux de valorisation des établissements présentateurs

2. Valorisation / DCF

Analyse financière des résultats historiques

Analyse du business plan

Entretiens avec le management

Valorisation et étude de sensibilité

3. Valorisation / multiples de sociétés cotées comparables

Sélection d'un échantillon et analyse des paramètres financiers

Analyse des multiples

Analyse de régression

Valorisation

4. Autres approches d'évaluation

Recalcul de l'ANR

Etude de la décote sectorielle sur ANR

Analyse du cours de bourse

Corrélation entre le cours de bourse et les indices de référence

Références transactionnelles

5. Rapport

Réunions et entretiens téléphoniques

Rédaction d'une lettre de mission

Rédaction du rapport

Préparation de la lettre d'affirmation

Administration et supervision de la mission

6. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission s'établit à 30 000 € (hors taxes).

ANNEXE 2

CALENDRIER DE L'ETUDE

- 31 août au 6 septembre 2009
 - *Prise de connaissance générale et revue de l'historique*⁶⁷
 - *Analyse de l'opération*
 - *Revue de l'évolution du cours de bourse*
 - *Examen des transactions antérieures et des notes d'informations y afférentes*
 - *Etude détaillée des comptes consolidés semestriels 2009 et annuels 2008*

- 7 au 12 septembre 2009
 - *Premières demandes d'informations*
 - *Analyse des sociétés comparables et constitution d'un panel*
 - *Exploitation de l'échantillon de comparables*⁶⁸
 - *Premières approches de valorisation*

- 14 au 20 septembre 2009
 - *Demandes d'informations complémentaires*
 - *Etude des expertises immobilières*⁶⁹
 - *Revue du plan d'affaires*
 - *Discussions avec le management, les établissements présentateurs et un expert immobilier*
 - *Recadrage de l'échantillon de sociétés comparables*
 - *Finalisation des travaux de valorisation*
 - *Rédaction du projet de rapport*

- 21 au 25 septembre 2009
 - *Retour des lettres de mission et d'affirmation*
 - *Levée des points en suspens*
 - *Diffusion du rapport en vue du conseil de surveillance et de l'insertion dans le projet de note d'informations à l'AMF*

67 Au travers des informations comptables et juridiques disponibles sur le site Internet de la Société.

68 Détermination des multiples de valorisation, analyses de corrélations et régressions

69 Au 30 juin 2009

ANNEXE 3

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES PAR LEDOUBLE SA

FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

Monsieur Thierry Beaudemoulin *Directeur Général*

Madame Marjolaine Alquier *Secrétaire Général*

FONCIERE DES REGIONS

Monsieur Jean Piedcoq *Directeur Juridique*

SOCIETE GENERALE

Monsieur Laurent Meyer *Managing Director – M&A*

Monsieur Karim Verdier *Associate – M&A*

Monsieur Amaury Gosselin *Analyste – M&A*

CALYON

Monsieur Sébastien Eymard *Vice President Financial
Institutions & Real Estate*

BNP PARIBAS REAL ESTATE

Salvi Cals *Manager*

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS UTILISEES

FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENTS

Informations comptables et financières au 30 juin 2009

- *Rapport financier semestriel 2009*
- *Brochure de présentation des résultats semestriels 2009*
- *Dossier de valorisation des instruments financiers au 30 juin 2009*
- *Détail de calcul des impôts différés au 30 juin 2009*
- *Notes sur les principes et méthodes d'évaluation immobilière usuellement appliqués*
- *Tableau de passage au 30 juin 2009 entre les valeurs d'expertises immobilières et les valeurs comptables des immeubles*
- *Synthèse des évaluations immobilières sur les périmètres allemand et luxembourgeois au 30 juin 2009*

- *Synthèse et dossiers des évaluations immobilières sur le périmètre français au 30 juin 2009*
- *Promesses de vente d'immeubles signées et non clôturées au 30 juin 2009*
- *Charte interne au groupe Foncière des Régions des conditions de réalisation des expertises immobilières*

Au 31 décembre 2008

- *Rapport d'activité 2008*
- *Brochure de présentation des résultats annuels 2008*
- *Document de référence et rapport financier 2008*
- *Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés et annuels 2008*
- *Actualisation budgétaire 2008*
- *Informations juridiques, fiscales et sociales*
- *Dossiers des dernières assemblées générales⁷⁰*
- *Répartition du capital au 30 juin 2009*
- *Convention entre actionnaires de Foncière Développement Logements – 29 novembre 2006⁷¹*
- *Convention entre actionnaires⁷² de Foncière Développement Logements – 21 décembre 2005*
- *Statuts*
- *Contrôles fiscaux et sociaux intervenus au cours de 5 derniers exercices*

Informations prévisionnelles

- *Grandes lignes du budget 2009*
- *Plan d'affaires 2009-2013 du management*

Informations spécifiques à l'opération et à la création de FDL

- *Projet de note d'informations à l'AMF*
- *Versions successives du rapport d'évaluation de Société Générale et CALYON*
- *Evaluation de LA SOIE réalisée par HSBC France, présentateur de l'OPAS en 2005*
- *Bases de données : THOMSON ONE et IN FINANCIALS*
- *Sociétés cotées comparables*
- *Transactions comparables*
- *Paramètres d'évaluation*
- *Notes de brokers (comparables)*
- *Multiples de valorisation*
- *Historique de cours*

Informations en ligne

- *Consultation du site <http://www.fologements.fr>*

70 9 avril 2009, 16 avril 2008, 29 novembre 2007, 25 avril 2007.

71 Entre Foncière des Régions, Prédica, La Fédération Continentale, ACM Vie SA, GMF Vie, GMF Assurances.

72 Entre Sovakle, Foncière des Régions, Prédica, La Fédération Continentale, ACM Vie SA, GMF Vie, GMF Assurances.

- Consultation du site <http://www.amf-france.org>
- Communiqués de presse

Infogreffe

- Dossier FDL comprenant les renseignements suivants :
- extrait Kbis
- derniers statuts à jour
- état relatif aux inscriptions des privilèges et publications
- résultat de recherche en matière de procédure de sauvegarde

Acofi Gestion

- Bilan des marchés immobiliers 2008 et perspectives 2009 (Actualités immobilières : février 2009)

Société Générale Cross Asset Research

- Real Estate Europe – Europe Sector Review (15 juin 2009)
- Foncière des Régions – Rating reiterated (28 avril 2009)

Publication des sociétés comparables et documentation des transactions antérieures

- Rapports sur les comptes semestriels 2009 des sociétés comparables (disponibles sur leurs sites respectifs)
- Notes d'informations relatives aux transactions antérieures⁷³

ANNEXE 5

COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours de 2009 et des trois années antérieures figurent en annexe 6. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE⁷⁴ (60 ans)

- HEC, expert-comptable, docteur en droit
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de Ledouble SA
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion

⁷³ OPA/OPE Gecimed (mai 2009), OPR-RO Lucia (décembre 2008), OPR-RO IPBM (octobre 2008).

⁷⁴ Revue indépendante

- *Professeur associé au CNAM*

Olivier CRETTE⁷⁵ (45 ans)

- *EM Lyon, expert-comptable, DEA en sciences de gestion*
- *Associé de Ledouble SA*
- *Conduit régulièrement des opérations d'attestation d'équité et des missions d'évaluation*
- *Chargé d'enseignement au CNAM et à l'IAE de Paris*

Olivier CHARBONNEAU (43 ans)

- *Expert-comptable*
- *Directeur de mission*
- *Intervient spécifiquement dans des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation*

ANNEXE 6

EXPERTISES ET ANALYSES FINANCIERES INDEPENDANTES EFFECTUEES PAR LEDOUBLE SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
2009	<i>L'Inventoriste</i>	<i>Dexia Securities France</i>
2009	<i>GiFi*</i>	<i>SGCIB</i>
2009	<i>Homair Vacances</i>	<i>Arkeon Finance</i>
2008	<i>Keyrus*</i>	<i>CA LYON</i>
2008	<i>Réponse</i>	<i>Rothschild Transaction R</i>
2008	<i>SASA</i>	<i>Oddo Corporate Finance</i>
2008	<i>Sodexo</i>	<i>Lazard</i>
2008	<i>Alain Afflelou</i>	<i>Lazard</i>
2008	<i>CEDIP</i>	<i>Oddo Corporate</i>
2007	<i>HF COMPANY*</i>	<i>Europe Offering</i>
2007	<i>TOUAX*</i>	<i>Société Générale</i>
2007	<i>XRT</i>	<i>BNP Paribas</i>
2007	<i>Aufeminin.com</i>	<i>BNP Paribas</i>
2007	<i>Cross Micropole</i>	<i>Oddo Corporate</i>

2007	<i>Lucia</i>	<i>BNP Paribas</i>
2007	<i>Buffalo grill</i>	<i>Rothschild et IXIS CB</i>
2007	<i>APEM</i>	<i>Société Générale</i>
2006	<i>Eurofins Scientific*</i>	<i>Europe Offering</i>
2006	<i>Airox</i>	<i>Société Générale</i>
2006	<i>Alain Afflelou</i>	<i>Lazard</i>
2006	<i>Camaïeu</i>	<i>Calyon</i>
2006	<i>Deveaux</i>	<i>BNP Paribas</i>
2006	<i>Elior</i>	<i>HSBC</i>
2006	<i>Société Foncière Lyonnaise</i>	<i>Calyon/UBS/Goldman Sachs</i>
2006	<i>Team Partners Group</i>	<i>Natexis Bleichroeder</i>

* Options (BSAR / BSAAR)

4. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de FDL seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de FDL (www.fdllogements.fr), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- Foncière Développement Logements, 30 avenue Kléber, 75116 Paris ;
- Société Générale, GLFI/GCM/SEG, 75886 Paris Cedex 18 ;
- CALYON, 9, quai du Président Paul Doumer, 92920 Paris la Défense Cedex.

5. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

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

Le Gérant

FDL Gestion

Représentée par M. Thierry Beaudemoulin

Pour les établissements présentateurs de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Société Générale et CALYON, établissements présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre qu'ils ont examinée sur la base des informations communiquées par Foncière Développement Logements et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Société Générale

CALYON