

**MEMOIRE EN REPONSE – L'INVESTISSEMENT FONCIER
WESTLAND SHOPPING CENTER**

AU SUJET DU

**PROSPECTUS CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION CONDITIONNELLE D'AG
REAL ESTATE GROUP ASSET MANAGEMENT SA PORTANT SUR 119.011 CERTIFICATS IMMOBILIERS
WESTLAND 2004 EMIS PAR IREC WESTLAND SA**

Le présent Mémoire en réponse doit être lu en relation avec le mémoire en réponse rédigé par l'Emetteur, IREC Westland SA (ci-après, le « Mémoire en réponse d'IREC Westland »).

INDEX

I.	Dispositions générales	2
A.	Contexte	2
1.	Offre d'AG REGAM sur les Certificats Westland 2004 –	2
2.	Offre d'Atenor Group et Contre-offre d'AG REGAM sur les Certificats Westland 1980 –	3
B.	Définitions	4
II.	Composition du conseil d'administration	4
III.	Remarques sur le Prospectus	4
IV.	Avis motivé du conseil d'administration d'Investissement Foncier sur l'Offre et les répercussions de sa mise en œuvre	5
1.	Eléments à la base de l'Offre –	5
2.	Rapports des Experts –	7
3.	Observations sur la Valeur d'Investissement retenue par AG REGAM –	10
4.	Recherche de la Valeur d'Investissement implicite correspondant au prix de l'Offre –	10
5.	Tableaux de synthèse –	12
6.	Observations sur le processus de cession –	15
7.	Avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier –	16
V.	Nombre de Certificats Westland 2004 détenus par les membres de l'organe d'administration ou par les personnes qu'en fait ils représentent	18
VI.	Attitude des membres de l'organe d'administration ou des personnes qu'en fait ils représentent concernant l'Offre	18
VII.	Dispositions finales	18
A.	Approbation	18
B.	Personnes responsables du Mémoire en réponse	19
C.	Disponibilité du Mémoire en réponse	19

u

I. Dispositions générales

A. Contexte

1. Offre d'AG REGAM sur les Certificats Westland 2004 –

Le 15 novembre 2010, la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (ci-après, la « CBFA ») a publié un avis relatif à l'intention d'AG Real Estate Group Asset Management, une société anonyme de droit belge, dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0413.086.178 (ci-après « AG REGAM »), de lancer une offre publique d'acquisition conditionnelle portant sur les 119.659 certificats immobiliers Westland 2004 émis par IREC Westland, une société anonyme de droit belge dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare, 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0440.810.362 (ci-après, « IREC Westland »), non détenus par AG REGAM ou une société liée, pour un prix de 295 EUR par Certificat Westland 2004, en application de l'article 7, alinéa 1^{er} de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition (ci-après, l'« Arrêté Royal OPA »).

L'Investissement Foncier Westland Shopping Center, une société anonyme de droit belge dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0420.117.589 (ci-après, « Investissement Foncier »), est titulaire des Droits Réels qui fondent l'émission des Certificats Westland 2004 et est la Gérante de la Société Interne.

Le projet de prospectus a été communiqué au conseil d'administration d'Investissement Foncier par lettre de la CBFA du 15 novembre 2010, reçue le 17 novembre 2010.

Le 24 novembre 2010, le conseil d'administration d'Investissement Foncier a communiqué à la CBFA et à AG REGAM qu'elle avait fait connaître une note d'observations reprenant les lacunes et les informations susceptibles d'induire en erreur les détenteurs de titres de la société visée relevées dans le projet de prospectus, en application de l'article 26, alinéa 2 de l'Arrêté Royal OPA.

Le 29 novembre 2010, le conseil d'administration d'Investissement Foncier s'est réuni en vue d'établir et d'approuver, compte tenu des intérêts de tous les détenteurs de Certificats Westland 2004 et de Certificats Westland 1980, un mémoire en réponse (ci-après, le « Mémoire en réponse »), conformément aux articles 22 à 30 de la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après, la « Loi OPA ») et aux articles 27, alinéa 2 et 46 de l'Arrêté Royal OPA et a dans ce cadre également pris connaissance du mémoire en réponse établi par IREC Westland (ci-après, le « Mémoire en réponse d'IREC Westland »).

Tous les administrateurs d'Investissement Foncier étaient présents ou représentés lors de cette réunion.

W

Par lettre du 8 décembre 2010, la CBFA a transmis à Investissement Foncier une copie du prospectus approuvé relatif à l'offre publique d'acquisition conditionnelle d'AG REGAM portant sur, à la date d'approbation du prospectus, 119.011 Certificats Westland 2004 émis par IREC Westland pour un prix de 295 EUR par Certificat Westland 2004 (ci-après l'« Offre » et le « Prospectus »).

2. Offre d'Atenor Group et Contre-offre d'AG REGAM sur les Certificats Westland 1980 –

Le 1^{er} octobre 2010, Atenor Group, une société anonyme de droit belge ayant fait ou faisant appel public à l'épargne, dont le siège social est établi à 1310 La Hulpe, avenue Reine Astrid 92, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.209.303 (ci-après, « Atenor Group »), avait annoncé par communiqué de presse son intention d'effectuer une offre publique d'acquisition conditionnelle portant sur la totalité des 38.420 certificats immobiliers Westland Shopping Center 1980 émis par Le Certificat Foncier, une société anonyme de droit belge dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.207.224 (ci-après, « Certificat Foncier ») pour un prix de 825 EUR par Certificat Westland 1980 (ci-après, l'« Offre Westland 1980 ») et le 4 octobre 2010, la CBFA a publié un avis concernant l'Offre en application de l'article 7, alinéa 1^{er} de l'Arrêté Royal OPA.

L'Offre Westland 1980 fait l'objet d'un prospectus approuvé par la CBFA le 26 octobre 2010 (ci-après, le « Prospectus d'Offre Westland 1980 »).

Dans le cadre de l'Offre Westland 1980, Certificat Foncier et Investissement Foncier ont respectivement établi un mémoire en réponse, conformément aux articles 22 à 30 de la Loi OPA et aux articles 27, alinéa 2 et 46 de l'Arrêté Royal OPA.

Le 15 novembre 2010, la CBFA a publié un avis relatif à l'intention d'AG REGAM de lancer, parallèlement à son Offre sur les Certificats Westland 2004, une contre-offre publique d'acquisition conditionnelle portant sur la totalité des 38.420 Certificats Westland 1980 pour un prix de 867 EUR par Certificat Westland 1980, en application de l'article 7, alinéa 1^{er} de l'Arrêté Royal OPA.

Le 7 décembre 2010, la CBFA a approuvé le prospectus relatif à la contre-offre publique d'acquisition conditionnelle d'AG REGAM portant sur, à la date d'approbation du prospectus, 38.101 Certificats Westland 1980 émis par Certificat Foncier pour un prix de 867 EUR par Certificat Westland 1980 (ci-après, la « Contre-offre Westland 1980 ») et le « Prospectus de Contre-offre Westland 1980 »).

Dans le cadre de la Contre-offre Westland 1980, Certificat Foncier et Investissement Foncier ont respectivement établi un mémoire en réponse, conformément aux articles 22 à 30 de la Loi OPA et aux articles 27, alinéa 2, 40 et 46 de l'Arrêté Royal OPA.



B. Définitions

Les termes désignés avec une majuscule et non autrement définis dans le présent Mémoire en réponse ont la signification qui leur est donnée dans le Prospectus.

II. Composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier est composé comme suit :

- M. Benoît Godts, administrateur ;
- M. William De Troij, administrateur ;
- SPRL Laurent Stalens, administrateur, représentée par son représentant permanent, M. Laurent Stalens ;
- SPRL Marc Van Begin, administrateur, représentée par son représentant permanent, M. Marc Van Begin.

III. Remarques sur le Prospectus

Outre ce qui est indiqué ci-après dans le cadre de l'avis motivé (*infra*, § IV, 3), le conseil d'administration d'Investissement Foncier signale ce qui suit :

- (i) aux pp. 6 (« Résumé », « Avantages de l'Offre pour les détenteurs de Certificats Westland 2004 ») et 16 (« 2. Contexte et objectifs de l'Offre », « 2.2 Objectifs de l'Offre ») du Prospectus, il faut lire « *précompte mobilier de 15 %* » au lieu de « *précompte mobilier de 25%* ».
- (ii) à la p. 24 (« 3. Conditions et modalités de l'Offre », « 3.3 Prix de l'Offre et justification », « 3.3.3 Eléments de valorisation des Certificats Westland 2004 », « iii. Valorisation en brut ») du Prospectus, les termes « *à supposer que les certificats soient émis le 1^{er} janvier 1980 et soient liquidés le 31 décembre 2010, soit après 31 ans, un investisseur institutionnel qui a acheté les titres le 1^{er} janvier 2001 et les a détenus pendant 10 ans jusqu'au moment de leur liquidation, n'aura droit, eu égard aux autres conditions légales, d'imputer que 10/31ièmes du montant du précompte mobilier retenu lors de la liquidation du certificat* », doivent sans doute se lire en considération du fait que les Certificats Westland 2004 ont été émis en 2004 et qu'ils ne seraient dès lors pas liquidés après 31 ans dans l'exemple visé par l'Offrant.

✓

W

IV. Avis motivé du conseil d'administration d'Investissement Foncier sur l'Offre et les répercussions de sa mise en œuvre

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier a examiné les répercussions de la mise en œuvre de l'Offre, telle que décrite dans le Prospectus, en tenant compte des intérêts de tous les détenteurs de Certificats Westland 2004.

A cette fin, le conseil d'administration a procédé à la comparaison, selon diverses configurations, entre le prix de l'Offre et la valeur de l'actif net qui reviendrait aux détenteurs de Certificats Westland 2004 en cas de liquidation de la Société Interne au moment présumé du paiement de ce prix.

1. Eléments à la base de l'Offre –

- **Produits et revenus distribuables en cas de liquidation du Certificat Westland 2004** – L'actif net de la Société Interne se composerait des éléments suivants, en cas de liquidation :

- (i) Le produit de la réalisation des Droits Réels.
- (ii) Un prorata du cash flow courant de l'exercice en cours.
- (iii) La part des soldes d'exploitation non encore répartis des exercices antérieurs, à savoir le montant disponible sous forme de liquidités.

La valeur relevante pour le premier point sera examinée ci-après *sub* 2.

Aux fins de la comparaison destinée à éclairer les détenteurs de Certificats Westland 2004, les deux derniers éléments peuvent être évalués comme suit, dans le cadre d'une estimation prévisionnelle au 28 janvier 2011 (soit la date prévue par l'Offrant pour le paiement du prix de l'Offre)¹: environ 6,2 millions EUR pour le prorata de cash flow courant des exercices 2010 et 2011² et 2,9 millions EUR pour les soldes d'exploitation des exercices antérieurs qui restent disponibles ; à cet égard, dès lors que l'estimation que ferait un cessionnaire des Droits Réels (et qu'ont faite les Experts : *infra* § IV, 2) tiendra compte des travaux que ce cessionnaire devra effectuer, ce dernier montant peut, dans la perspective d'une cession, être considéré comme un

¹ La date retenue est celle mentionnée dans le calendrier prévisionnel (Prospectus, p. 53, « 7. Calendrier prévisionnel ») même si, à d'autres endroits, l'Offrant vise la date du 26 janvier 2011, la différence d'estimation entre ces deux dates étant en toute hypothèse mineure.

² Les Experts ont indiqué que, si les conditions de marché restent constantes, ils ne s'attendent pas à voir diminuer la valeur des Droits Réels sur les douze prochains mois (*infra*, § IV, 2) et il paraît donc légitime de retenir le cash-flow courant au 28 janvier 2011 pour l'établissement de l'actif net estimé au 28 janvier 2011, sans réduire simultanément le produit net estimé des Droits Réels pour avoir égard au temps écoulé entre le 1er janvier 2011 et le 28 janvier 2011. On peut en effet considérer que cette valeur des Droits Réels serait identique.

cash flow libre puisqu'en ce cas il ne devrait pas servir à réaliser des travaux. On observera qu'au contraire, l'Offrant considère que les travaux doivent être pris en charge par le cédant puisqu'il déduit des réserves un montant de 2,5 millions EUR à cette fin (Prospectus, pp. 18 et 23).

Le total à retenir pour ces deux postes est donc de 9,1 millions EUR au lieu des 6,2 millions EUR évoqués par l'Offrant et c'est donc ce montant qui sera retenu dans les comparaisons faites ci-après.

• **Produit brut et produit net des Droits Réels –**

Dans le cadre de l'évaluation du premier poste de l'actif net précité, il faut en outre avoir égard aux notions suivantes :

- Le « produit brut » ou « valeur d'investissement » ou « valeur acte en mains » pour le candidat cessionnaire, qui est de manière générale la référence des experts dans le cadre d'une mission d'évaluation (ci-après, la « Valeur d'Investissement ») ; on observera bien sûr que cette Valeur d'Investissement ne correspond pas nécessairement au prix qui sera obtenu pour un bien immobilier donné en cas de cession effective de celui-ci.
- Il faut en outre distinguer la Valeur d'Investissement du « produit net » de réalisation (ci-après, le « Produit Net »), après déduction :
 - (i) des frais qu'il faut exposer dans la cadre de la cession – et pour une société interne, de la liquidation – (honoraires conseils, intervention agents, frais divers de liquidation...) ; et
 - (ii) des frais de mutation (droits d'enregistrement et frais de notaire), qui sont dus sur le prix de réalisation (ci-après, les « Frais et Droits »).

L'ensemble des frais du « cédant » liés à la cession et les frais de mutation relatifs au prix de cession ne peuvent par définition pas être déterminés avec précision à ce stade. On ne peut toutefois suivre AG REGAM lorsqu'il évoque un pourcentage de 4%. Compte tenu de la nature essentiellement emphytéotique des droits réels détenus par Investissement Foncier, la cession de tels droits sera soumise pour l'essentiel à un taux de droits de mutation de 0,2 %, auxquels s'ajoutent les frais précités, et une approche raisonnable mène sans doute à estimer ce pourcentage à 2,5%. C'est donc ce pourcentage qui sera retenu aux fins des évaluations faites ci-après.

✓

W

- **Valeur d'Investissement implicite** – La Valeur d'Investissement implicite est la valeur d'investissement des Droits Réels découlant implicitement du prix de l'Offre – c'est-à-dire la valeur minimum à atteindre pour les Droits Réels pour arriver au prix de l'Offre si l'on procédait par cession de ces Droits Réels suivi d'une liquidation du Certificat Westland 2004 – (ci-après, la « Valeur d'Investissement implicite »).

Cette Valeur d'Investissement implicite est examinée ci-après sub 4 et 5 (Tableau II).

- **Répartition entre détenteurs** – Chacun des 122.000 Certificats Westland 2004 donne droit à 1/122.000^{ème} des montants distribuables par IREC Westland en sa qualité d'associé participant dans la Société Interne pour sa part de 48,5%³ des soldes d'exploitation courants de cette Société Interne et de 49,5%⁴ du prix net de cession⁵.
- **Prix de l'Offre** - L'Offre porte sur, à la date d'approbation du Prospectus, 119.011 Certificats Westland 2004, coupon 7 et suivants attachés, qui ne sont pas détenus par l'Offrant ou une société liée, et prévoit le paiement d'un prix de 295 EUR par Certificat Westland 2004 le 28 janvier 2011 au plus tard.

2. Rapports des Experts –

Le conseil d'administration de la Gérante a chargé un collège d'experts (ci-après, les « Experts ») d'effectuer une expertise indépendante de la Valeur d'Investissement des Droits Réels sous-jacents aux Certificats Westland 2004 et aux Certificats Westland 1980 et leur a donné accès à l'ensemble des informations relatives au Centre Commercial. Le conseil d'administration de la Gérante confirme qu'à sa connaissance, les informations communiquées aux Experts sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à rendre ces informations inexactes ou trompeuses.

Ce collège est composé de :

- (i) Jones Lang LaSalle Belgium, rue Montoyer 10, 1000 Bruxelles, représenté par M. Rob Vaes, Associate Director, et Rod Scrivener Bsc. M.R.I.C.S., National Director ;

³ Article 9 du « Texte coordonné du Contrat de Société Interne « Westland Shopping Center » » (ci-après, le « Contrat de Société Interne »).

⁴ Article 10 du Contrat de Société Interne.

⁵ A savoir le « (...) prix de cession des droits dans le Centre Commercial, [dont] il sera déduit les frais de cession y compris la commission de négociation éventuelle au taux d'usage et les pertes éventuelles reportées » (article 10 du Contrat de Société Interne).

⁶ Le cas échéant, ces montants sont payables en plusieurs coupons.

W

- (ii) DTZ, chaussée de la Hulpe 166, 1170 Bruxelles, représenté par Fabian Daubechies M.R.I.C.S., administrateur, et M. Benoît Forgeur, administrateur-délégué ; et
- (iii) Cushman & Wakefield - Belgium, avenue des Arts 58/7, 1000 Bruxelles, représenté par M. Jérôme Lits, Surveyor Account Manager, et Kris Peetermans M.R.I.C.S., Partner – Head of Valuation & Advisory.

Les Experts n'ont pas d'intérêt dans les Droits Réels évalués.

Les conclusions communes des Experts sont les suivantes :

« A notre avis, la valeur d'investissement des droits emphytéotiques détenus par IF [lire « Investissement Foncier »] dans le Westland Shopping Center tels que décrits dans ce rapport, est, au 31 décembre 2010 (dans l'hypothèse où il n'y a pas de changement substantiel de circonstances entre la date de ce rapport et la date de valorisation) :

84 millions EUR

Quatre-vingt quatre millions d'euros brut

Cette valorisation est brute en ce sens qu'elle représente à notre avis le prix qu'un cessionnaire hypothétique serait prêt à payer, en ce compris les droits d'enregistrement. Ces droits d'enregistrement seraient à notre avis très faibles sur le transfert de droits emphytéotiques de ce type. Aucune déduction n'a été faite pour les autres frais de transfert tels que les frais juridiques, notariaux et d'agence»⁷.

Les conclusions des Experts ont été incluses dans le présent Mémoire en réponse avec le consentement de ceux-ci. Ces conclusions ont été fidèlement reproduites et, pour autant qu'Investissement Foncier le sache, aucun fait n'a été omis qui rendrait les conclusions reproduites inexactes ou trompeuses.

Les Experts ajoutent qu'ils sont arrivés à cette évaluation commune après s'être concertés et avoir réconcilié leurs approches tout en restant dans les limites de leurs

⁷ Traduction libre de : « In our opinion the gross Market Value of the leasehold interest held by IF in the Westland Shopping , described in this report, as at the 31st of December 2010 (on the assumption that there is no material change in circumstances between the date of this report and the anticipated valuation date) is:

84,000,000 €

Eighty four million Euro Gross

This opinion of value is gross in that it represents our opinion of the price that a hypothetical buyer would be prepared to pay including transfer duties. These duties would in our view be very low on a leasehold interest of this type. No deduction has been made for other possible costs of sale such as legal, notarial or agent's fees ».

W

évaluations respectives initiales et que la valeur ainsi estimée ne devrait pas diminuer sur les douze prochains mois⁸.

Le caractère limité dans le temps des Droits Réels n'implique à cet égard pas de façon nécessaire une diminution de leur valeur au fil du temps. En fonction des hypothèses de taux de croissance des produits bruts ou nets et de taux d'actualisation pris en compte pour le calcul d'actualisation, paramètres retenus dans tout modèle de *discounted cash flow*, la valeur actuelle nette des cash-flows futurs devrait, dans le cas présent, rester stable et pourrait même augmenter à court terme. En revanche, il est indubitable qu'à moyen et long terme, cette valeur actuelle nette diminuera, pour tomber à zéro au 31 décembre 2036.

On peut déduire de cette évaluation que :

- (i) La Valeur d'Investissement estimée par les Experts est 16,9 %⁹ supérieure à la Valeur d'Investissement implicite à atteindre en cas de liquidation du Certificat Westland 2004 au 28 janvier 2011 (soit la date prévue par l'Offrant pour le paiement du prix de l'Offre) pour retrouver un équivalent de 295 EUR par Certificat Westland 2004 entre les mains du détenteur qui subit une charge de précompte mobilier de 15% et 24 %¹⁰ supérieure dans le cas du détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, les autres détenteurs devant, comme indiqué, se positionner en fonction de leur situation fiscale propre.
- (ii) Corrélativement, la valeur du Certificat Westland 2004 dans l'hypothèse d'une liquidation qui, pour les besoins de la comparaison, interviendrait au 28 janvier 2011 (soit la date prévue par l'Offrant pour le paiement du prix de l'Offre), s'établirait à environ 334,55 EUR net par Certificat Westland 2004 pour les détenteurs qui subissent la charge de précompte mobilier de 15% et environ 357,49 EUR brut par Certificat Westland 2004 pour les détenteurs qui ne subissent pas la charge du précompte

⁸ « In arriving at this opinion of value we have taken into account the modestly different opinions of our fellow valuers at (...), and have discussed our views with them. The figure we report is therefore one which each of the valuers considers to be within a reasonable valuation margin of their opinion prior to this discussion. The initial divergence of views is in our view to be expected, particularly as the property is unusual in terms of the relatively short leasehold interest to be valued and there is little direct evidence of the exact state of the investment market at the present time. If market conditions remain constant we do not expect the value to decline over the next twelve months », soit en traduction libre: « Afin d'arriver à notre avis sur la valeur nous avons pris en considération les avis raisonnablement différents de nos collègues experts (...) et nous sommes concertés avec eux. Le chiffre que nous avançons est dès lors un chiffre que chacun des experts considère comme étant dans une limite raisonnable de valorisation par rapport à sa position individuelle préalable à la discussion. La divergence de vues initiale était à notre avis susceptible de se produire, spécialement parce que le bien est inhabituel s'agissant de droits d'emphytéose de durée relativement courte et il y a peu de références directes sur l'état exact du marché d'investissement à ce stade. Si les conditions de marché restent constantes, nous ne nous attendons pas à voir diminuer la valeur sur les douze prochains mois ».

⁹ La Valeur d'Investissement estimée par les Experts de 84 millions EUR représente 116,9 % de la Valeur d'Investissement implicite de 71.877.251 EUR (*infra*, sub 5, Tableau II).

¹⁰ La Valeur d'Investissement estimée par les Experts de 84 millions EUR représente 124 % de la Valeur d'Investissement implicite de 67.717.669 EUR. (*infra*, sub 5, Tableau II).

W

mobilier, soit dans le premier cas 13,4 % de plus que 295 EUR et dans le second 21,2 %.

3. Observations sur la Valeur d'Investissement retenue par AG REGAM –

AG REGAM calcule la Valeur d'Investissement à 75,5 millions EUR là où les Experts arrivent à 84 millions EUR.

On observera à cet égard que :

- (i) AG REGAM ne détaille pas les méthodes et scénarios qu'elle utilise pour arriver au montant de 75,5 millions EUR, ce qui rend fort difficiles la comparaison et l'identification des sources de différence ;
- (ii) les valeurs retenues respectivement par les Experts et AG REGAM ne sont en outre pas entièrement comparables dès lors que le montant de 75,5 millions EUR ne comprend pas la prise en charge par le cessionnaire des travaux, soit 2,5 millions EUR selon l'Offrant (Prospectus, pp. 18 et 23), alors que cette prise en charge est comprise dans la Valeur d'Investissement retenue par les Experts.

Pour le surplus, on observe que :

- (i) AG REGAM retient un taux de capitalisation de 6% pour actualiser les revenus nets d'un bien en pleine propriété, conforme au taux retenu pour des transactions récentes sur des centres commerciaux en Europe ; ce taux de 6% (Prospectus, pp. 19 et 21) semble donc bien couvrir les risques visés par AG REGAM (Prospectus, pp. 16, 18 et 21); en outre, les risques ainsi mentionnés par AG REGAM relativement aux caractéristiques des Droits Réels sont par définition également connus des Experts ;
- (ii) la conclusion de baux arrivant à échéance postérieurement au 31 décembre 2036¹¹ est expressément prévue par les actes constitutifs de l'emphytéose, de sorte qu'on ne voit aucune raison de ne pas tenir compte de l'inflation au cours des neuf années précédant le 31 décembre 2036;
- (iii) enfin, les relations avec les deux autres propriétaires, Redevco et Shopimmo (Prospectus, p. 20), sont organisées par des conventions.

4. Recherche de la Valeur d'Investissement implicite correspondant au prix de l'Offre –

(i) Principe

¹¹ Prospectus, p. 19

W

Il convient aussi, à titre de comparaison, comme le fait d'ailleurs AG REGAM, de rechercher quelle est la Valeur d'Investissement implicite qui sous-tend l'Offre et ce qu'il faut en penser au regard du marché.

Il n'y a toutefois pas de réponse unique : la situation dépend du précompte mobilier qui serait retenu à charge du détenteur de certificats. Pour la simplicité, on retiendra ci-après dans un cas la situation d'un détenteur soumis à l'impôt en Belgique qui supporte la charge du précompte mobilier au taux de 15% (*infra* (ii)) et dans l'autre celle d'un détenteur qui ne supporte pas la charge du précompte mobilier (*infra* § (iii)). Il appartient toutefois à chaque détenteur de déterminer, avec ses propres experts fiscaux ou conseillers, quel est le régime d'imposition auquel il est soumis.

En tout cas, les détenteurs tiendront compte de ce que le produit de liquidation comprendrait au 31 décembre 2010 un remboursement de capital par Certificat Westland 2004 de 204,52 EUR sur lequel il n'y a par définition pas de retenue de précompte mobilier.

(ii) Détenteurs supportant la charge d'un précompte mobilier

Pour qu'un détenteur supportant la charge d'un précompte mobilier de 15% puisse, sur les bases précitées, retrouver un solde net de liquidation au moins égal au prix de l'Offre de 295 EUR en valeur au 28 janvier 2011 (soit la date prévue par l'Offrant pour le paiement du prix de l'Offre), il faudrait que le solde de liquidation avant prélèvement de précompte mobilier représenté par Certificat Westland 2004 au moins 310,97 EUR brut ou 295 EUR net de précompte mobilier.

La Valeur d'Investissement implicite correspondant à ces montants est d'environ 71,88 millions EUR.

(iii) Détenteurs ne supportant pas de charge de précompte mobilier

Pour qu'un détenteur ne supportant pas de charge de précompte mobilier puisse retrouver un solde de liquidation au moins égal au prix de l'Offre de 295 EUR brut par Certificat Westland 2004 en valeur au 28 janvier 2011 (soit la date prévue par l'Offrant pour le paiement du prix de l'Offre), il faudrait que la Valeur d'Investissement implicite corresponde à environ 67,72 millions EUR.

On aperçoit que la Valeur d'Investissement avancée par AG REGAM est de 75,5 millions EUR mais que la Valeur d'Investissement implicite au regard de l'Offre est de 67,72 millions EUR ou de 71,88 millions EUR, le différentiel entre ces deux derniers montants s'expliquant par la charge du précompte mobilier.

W

5. Tableaux de synthèse –

On trouvera ci-après deux tableaux de synthèse, l'un partant des Valeurs d'Investissement et l'autre aboutissant au calcul des Valeurs d'Investissement implicites :

(a) Une comparaison des valeurs de réalisation de l'actif net de la Société Interne en fonction (i) de la Valeur d'Investissement et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par AG REGAM, (ii) de la Valeur d'Investissement retenue par AG REGAM et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par la Gérante et (iii) de la Valeur d'Investissement retenue par les Experts et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par la Gérante (Tableau I) (*supra*, § 2).

(b) Un calcul de la Valeur d'Investissement implicite au départ du prix de l'Offre pour un détenteur subissant une charge de précompte de 15% et pour un détenteur ne subissant pas une telle charge (Tableau II) (*supra*, § 4).

Ces tableaux reposent sur des estimations, selon les rubriques, de la Valeur d'Investissement ou des autres actifs ou frais.

~

W

Tableau I

	Valeurs retenues dans le Prospectus	Valeurs retenues dans le Prospectus avec correction des autres actifs et frais tels qu'évalués par la Gérante	Calcul de l'actif net de la Société Interne en cas de liquidation sur la base de la valeur d'expertise avec les autres actifs et frais tels qu'évalués par la Gérante
Valorisation des Droits Réels			
Valeur d'Investissement ¹²	75'500'000	75'500'000	84'000'000
Frais et Droits (4% selon l'Offrant et 2,5% selon la Gérante (<i>supra</i> , IV, 1))	-3'000'000	-1'887'500	-2'100'000
Produit Net	72'500'000	73'612'500	81'900'000
Réserves 2010 (<i>supra</i> , IV, 1)	2'900'000	2'900'000	2'900'000
Travaux	-2'500'000		
Prorata de cash-flow exercices 2010 et 2011 ¹³	5'800'000	6'200'000	6'200'000
Actif net de la Société Interne	78'700'000	82'712'500	91'000'000
Quote-part de l'Emetteur des soldes d'exploitation courants ¹⁴	4'073'083	4'281'978	4'281'978(47,05%)

¹² L'hypothèse est faite ici que, tout comme la Valeur d'Investissement établie par les Experts (*supra*, § 2, alinéa 7 et *supra*, note (2)), la Valeur d'Investissement retenue par AG REGAM reste constante jusqu'au 28 janvier 2011.

¹³ Comme indiqué dans la note (2), les Experts ont indiqué que, si les conditions de marché restent constantes, ils ne s'attendent pas à voir diminuer la valeur des Droits Réels sur les douze prochains mois (*supra*, § IV, 2) et il paraît donc légitime de retenir le cash-flow courant au 28 janvier 2011 pour l'établissement de l'actif net estimé au 28 janvier 2011, sans réduire le produit net estimé des Droits Réels pour avoir égard au temps écoulé entre le 1er janvier 2011 et le 28 janvier 2011. On peut en effet considérer que cette valeur des Droits Réels serait identique.

¹⁴ AG REGAM retient environ 3,5 % de taux de frais. La Gérante pense que 3% est une meilleure estimation. Par conséquent, la Gérante retient 47,05% et l'Offrant 46,82 % pour cette quote-part après frais.

W

Quote-part de l'Emetteur du prix net de cession ¹⁵	33'447'645	35'352'330	39'332'393 (48,02%)
Droit des détenteurs par Certificat Westland 2004 après frais : montant brut (sur la base de 122.000 Certificats Westland 2004)	307.55	324.87	357.49
Précompte mobilier de 15% (sur la partie excédant le solde de capital de 204,52 EUR)	-15.45	-18.05	-22.95
Droit des détenteurs par Certificat Westland 2004 : montant net (sur la base de 122.000 Certificats Westland 2004)	292.09	306.82	334.55

Tableau II

	295 EUR par Certificat Westland 2004 net (avec une charge de précompte mobilier de 15%)	295 EUR par Certificat Westland 2004 brut (pas de charge de précompte mobilier)
Droit des détenteurs par Certificat Westland 2004 : montant net	295.00	295.00
Précompte mobilier de 15% (sur la partie excédant le solde de capital de 204,52 EUR)	15.97	
Droit des détenteurs par Certificat Westland 2004 : montant brut (sur la base de 122.000 Certificats Westland 2004)	310.97	295.00

¹⁵ AG REGAM retient environ 3,5 % de taux de frais. La Gérante pense que 3 % est une meilleure estimation. Par conséquent, la Gérante retient 48,02 % et l'Offrant 47,78 % pour cette quote-part après frais.

Quote-part de l'Emetteur des soldes d'exploitation courants ¹⁶	4'281'978	4'281'978
Quote-part de l'Emetteur du prix net de cession ¹⁷	33'656'003	31'708'309
Actif net de la Société Interne (100%)	79'180'320	75'124'728
Réserves 2010 (<i>supra</i> , IV, 1)	-2'900'000	-2'900'000
Prorata de cash-flow exercices 2010 et 2011	-6'200'000	-6'200'000
Produit Net minimum à atteindre	70'080'320	66'024'728
Frais et Droits (4% selon l'Offrant et 2,5% selon la Gérante (<i>supra</i> , IV, 1))	1'796'931	1'692'942
Valeur d'Investissement	71'877'251	67'717'669

Le conseil d'administration observe en outre que si l'on a égard, sans autre considération quant à une éventuelle progression des loyers, à une progression de l'inflation de 2% l'an sur les vingt-six prochaines années et aux frais à charge de l'emphytéote estimés de manière raisonnable sur la base des données des exercices écoulés et des travaux prévisibles, le prix de l'Offre de 295 EUR, toutes choses étant égales par ailleurs, correspond à un taux implicite d'IRR (« *Internal Rate of Return* ») estimé jusqu'au terme du Certificat Westland 2004 d'environ 7,4 % l'an pour un détenteur de Certificat Westland 2004 subissant une charge de précompte mobilier de 15% et d'environ 8,6 % l'an pour le détenteur ne supportant pas la charge d'un tel précompte mobilier. Cet IRR estimé correspond par définition au rendement que l'investisseur abandonne en remettant ses titres à l'Offre.

6. Observations sur le processus de cession –

(a) Situation contractuelle

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier rappelle que l'éventuelle prorogation de la Société Interne doit résulter d'une décision prise en fonction de l'articulation suivante :

^{16 + 11} Cette quote-part tient compte des frais liés à la distribution des sommes revenant aux détenteurs de Certificats Westland 2004. AG REGAM retient environ 3,5 % de taux de frais. La Gérante pense que 3 % est une meilleure estimation. Par conséquent, la Gérante retient 47,05 % pour la quote-part de l'Emetteur des soldes d'exploitation courants et 48,02 % pour la quote-part de l'Emetteur du prix net de cession.

W

- (i) Les associés de la Société Interne sont Certificat Foncier, Investissement Foncier, AG Real Estate Asset Management et IREC Westland.

Ces associés doivent décider de l'éventuelle prorogation de la Société Interne au 31 décembre 2010, qui à défaut serait dissoute.

La dissolution de la Société Interne, quelle qu'en soit la cause, entraîne automatiquement la mise en vente des droits détenus dans le Centre Commercial, laquelle doit intervenir au plus tard dans les trois ans (Contrat de Société Interne, article 10 « Dissolution » et Contrat d'Association en Participation, même article).

- (ii) La liberté de décision des associés de la Société Interne est toutefois limitée par les pouvoirs reconnus aux détenteurs de Certificats Westland 1980, réunis en assemblée générale extraordinaire, puisqu'ils se sont engagés à respecter la décision de l'assemblée (Contrat de Société Interne, article 1^{er}, *in fine*, et Contrat d'Association en Participation, même article). **Cette décision lie les détenteurs de Certificats Westland 2004 (§ 10 du « Statut du Certificat Immobilier WESTLAND 2004 » et Prospectus d'émission des Certificats Westland 2004, pp. 14-15, § 5.2.4. *in fine*, p. 16, § 5.2.7. *in fine* et p. 33, § II.2).**

(b) Opportunité d'un délai en vue de la réalisation des Droits Réels

Comme la Gérante l'a souligné dans son mémoire en réponse établi dans le cadre de l'Offre Westland 1980, elle estime, compte tenu de leur durée limitée dans le temps, qu'une cession des Droits Réels devrait intervenir dans les quelques années à venir et que cette cession est susceptible de créer de la valeur dans le chef des détenteurs de Certificats Westland 2004 et Westland 1980.

Toutefois, il ne serait pas dans l'intérêt des détenteurs de Certificats Westland 2004 et Westland 1980 de se placer dans une situation où la réalisation devrait intervenir dans un terme fixe de trois ans.

La Gérante est donc d'avis que ce délai devrait être prolongé et que, eu égard aux incertitudes du marché, la Société Interne devrait pouvoir se poursuivre jusqu'au 31 décembre 2036 si la cession des Droits Réels ne pouvait être opérée à des conditions commerciales raisonnables - fussent-elles même inférieures à la Valeur d'Investissement retenue par les Experts.

7. Avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier –

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier, après avoir pris en compte la Valeur d'Investissement implicite à l'Offre d'AG REGAM et l'avis des Experts, qui évaluent la Valeur d'Investissement des Droits Réels à 84 millions EUR, constate, en synthèse que :

W

- (i) pour le détenteur qui subirait la charge d'un précompte mobilier de 15%, le prix de l'Offre est 11,8 %¹⁸ moins élevé que le montant que le détenteur pourrait espérer obtenir dans le cadre d'une liquidation qui, pour les besoins de la comparaison, s'effectuerait au 28 janvier 2011 en ayant égard à la Valeur d'Investissement estimée par les Experts ;
- (ii) pour le détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, le prix de l'Offre est 17,5 %¹⁹ moins élevé ;
- (iii) les autres détenteurs pourront, sur la base des analyses précitées, déterminer l'écart entre ce qu'ils obtiendraient en acceptant l'Offre ou en gardant leur titre, en prenant en compte leur propre régime fiscal.

Cette appréciation de la valeur de liquidation théorique se fonde sur l'avis de bureaux d'expertise bien connus sur le marché et est à ce titre un élément de poids dans la décision à prendre, mais ne peut en aucun cas être considérée comme émanant de la Gérante ou d'IREC Westland. De même, le prix qui serait obtenu pour les Droits Réels en cas de cession effective de ceux-ci pourrait s'écarter, en plus ou en moins, de la Valeur d'Investissement retenue par les Experts. On soulignera que le marché de l'investissement dans de grands ensembles immobiliers a été significativement ralenti par la crise et, même si le secteur « Retail » a dans l'ensemble bien résisté, une incertitude existe quant au niveau de la demande potentielle pour ces Droits Réels, vu leurs spécificités. L'évolution du contexte doit donc être bien suivie pour une mise en vente de ceux-ci dans de bonnes conditions.

Le conseil d'administration observe en outre que si l'on a égard, sans autre considération quant à une éventuelle progression des loyers, à une progression de l'inflation de 2% l'an sur les vingt-six prochaines années et aux frais à charge de l'emphytéote estimés de manière raisonnable sur la base des données des exercices écoulés et des travaux prévisibles, le prix de l'Offre de 295 EUR, toutes choses étant égales par ailleurs, correspond à un taux implicite d'IRR (« *Internal Rate of Return* ») estimé jusqu'au terme du Certificat Westland 2004 d'environ 7,4 % l'an pour un détenteur de Certificats Westland 2004 subissant une charge de précompte mobilier de 15% et d'environ 8,6 % l'an pour le détenteur ne supportant pas la charge d'un tel précompte mobilier. Cet IRR estimé correspond par définition au rendement que l'investisseur abandonne en remettant ses titres à l'Offre.

En conséquence, l'avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier est le suivant :

- (i) **pour le détenteur de Certificats Westland 2004 qui subirait la charge d'un précompte mobilier de 15%, le conseil d'administration souligne qu'il existe un différentiel de 11,8 % par rapport à la valeur de liquidation théorique résultant de la Valeur d'Investissement estimée par les Experts ; toutefois, le détenteur qui est intéressé par une**

¹⁸ Le prix de l'Offre de 295 EUR représente 88,18 % de la valeur de liquidation théorique de 334,55 EUR.

¹⁹ Le prix de l'Offre de 295 EUR représente 82,5 % de la valeur de liquidation théorique de 357,49 EUR.

réalisation immédiate et certaine de son Certificat Westland 2004 pourrait décider de participer à l'Offre ;

- (ii) **pour le détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, le prix de l'Offre n'est clairement pas attrayant ;**
- (iii) **les autres détenteurs doivent se positionner au regard de ces avis en fonction de leur situation fiscale propre ; chaque détenteur de Certificats Westland 2004 est à cet égard invité à se forger sa propre opinion sur les conditions de l'Offre et à consulter ses propres conseillers financiers et fiscaux habituels.**

V. Nombre de Certificats Westland 2004 détenus par les membres de l'organe d'administration ou par les personnes qu'en fait ils représentent

M. Benoît Godts détient deux cents (200) Certificats Westland 2004.

Les autres membres de l'organe d'administration d'Investissement Foncier ne détiennent aucun Certificat Westland 2004.

Par ailleurs, Investissement Foncier est une filiale indirecte d'AG Insurance SA/NV qui détient 2341 Certificats Westland 2004 (Prospectus, p. 34) et est liée à AG REGAM, qui détient, au 15 décembre 2010, 1001 Certificats Westland 2004 (Prospectus, p. 34 et déclarations relatives aux opérations sur titres pendant la période d'offre publiées sur le site internet de la CBFA) ; les Certificats Westland 2004 détenus par ces sociétés ne sont pas visés par l'Offre.

VI. Attitude des membres de l'organe d'administration ou des personnes qu'en fait ils représentent concernant l'Offre

M. Benoît Godts, qui est dans la situation du détenteur qui subit la charge d'un précompte mobilier de 15%, entend apporter nonante-neuf (99) Certificats Westland 2004 à l'Offre.

VII. Dispositions finales

A. Approbation

Le présent Mémoire en réponse a été approuvé par la CBFA le 21 décembre 2010 conformément à l'article 28, § 3 de la Loi OPA.

Cette approbation ne comporte aucune appréciation de l'opportunité ni de la qualité de l'Offre.

W

✓

B. Personnes responsables du Mémoire en réponse

Investissement Foncier, dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, représentée par son conseil d'administration, est responsable du présent Mémoire en réponse et de ses éventuels suppléments et déclare qu'à sa connaissance, les données de ce Mémoire en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

C. Disponibilité du Mémoire en réponse

Le présent Mémoire en réponse (tout comme le Mémoire en réponse Certificat Foncier) est disponible sous une forme électronique sur le site internet de l'Offrant (www.agrealestate.eu, sous le lien Informations concernant la contre-offre d'AG Real Estate Group Asset Management sur les certificats immobiliers Westland Shopping Center 1980 et concernant l'offre publique d'acquisition sur les certificats Westland Shopping Center 2004), d'ING Belgique (www.ing.be - Investir/Actions et Obligations/Transactions sur actions), de la CBFA (www.cbfa.be) et d'Investissement Foncier (www.agrealestate.eu/fr/activities/am/westland_2004.asp).

Les détenteurs de Certificats Westland 2004 peuvent obtenir gratuitement une version papier de ce Mémoire en réponse sur demande auprès de la Banque Guichet ainsi que par téléphone, et au siège social d'Investissement Foncier ou par demande écrite par lettre ordinaire adressée à Investissement Foncier SA, Boulevard Saint-Lazare 4-10, à 1210 Bruxelles.

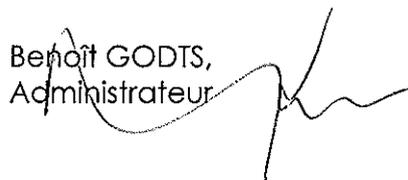
Ce Mémoire en réponse a été rédigé en français et la version française a été approuvée par la CBFA. Investissement Foncier a établi une traduction en néerlandais. La version française du Mémoire en réponse est la seule faisant foi dans le cadre de l'Offre. En cas de divergence d'interprétation entre les versions française et néerlandaise, la version française prévaudra. Investissement Foncier a vérifié la concordance des versions française et néerlandaise et en est responsable.

Fait à : Bruxelles, le 21 décembre 2010

Nom : L'Investissement Foncier Westland Shopping Center SA

Représentée par : Nom et qualité : Benoît GODTS,
Administrateur

Signature :



Nom et qualité : William DE TROIJ,
Administrateur

Signature :

