

**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

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.

✓

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.

- **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 procérait 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 cession⁵⁶.
- **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.

- (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 ».

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). ✓

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

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.

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 refaire 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.

W

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'emphytéose 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.

- (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'écarte, 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'emphytéose 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.

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 :

Benoit GODTS,
Administrateur

Signature :

Nom et qualité : William DE TROIJ,
Administrateur

Signature :

**MEMORIE VAN ANTWOORD – DE VASTGOEDINVESTERING
WESTLAND SHOPPING CENTER**

BETREFFENDE

**HET PROSPECTUS MET BETrekking tot het voorwaardelijk openbaar
overnamebod van AG Real Estate Group Asset Management NV op 119.011
vastgoedcertificaten Westland 2004 uitgegeven door IREC Westland NV**

Deze Memorie van antwoord moet samen gelezen worden met de memoria van antwoord die werd opgesteld door de Emittent, IREC Westland NV (hierna, de "Memorie van antwoord van IREC Westland").

Dit document is een vertaling, opgesteld door de Vastgoedinvestering Westland Shopping Center, van de tekst in het Frans die is goedgekeurd door de CBFA. Verdere toelichting hierbij is opgenomen onder punt VI. C) op blz 18.

INDEX

I.	Algemene bepalingen	2
A.	Achtergrond	2
1.	Bod van AG REGAM op de Certificaten Westland 2004 –	2
2.	Bod van Atenor Group en Tegenbod van AG REGAM op de Certificaten Westland 1980 –	3
B.	Definities.....	3
II.	Samenstelling van de raad van bestuur.....	4
III.	Bemerkingen bij het Prospectus	4
IV.	Met redenen omkleed standpunt van de raad van bestuur van Vastgoedinvestering over het Bod en de gevollen van de tenuitvoerlegging van het Bod.....	4
1.	Elementen aan de basis van het Bod –	5
2.	Deskundigenrapporten –	7
3.	Bemerkingen op de Investeringswaarde weerhouden door AG REGAM –	9
4.	Onderzoek van de impliciete Investeringswaarde in vergelijking met de prijs van het Bod –	10
5.	Synthesetabellen –	11
6.	Opmerkingen over de overdrachtsprocedure –	15
7.	Standpunt van de raad van bestuur van Vastgoedinvestering –	16
V.	Aantal Vastgoedcertificaten Westland 2004 in het bezit van de leden van het bestuursorgaan of van de personen die zij in feite vertegenwoordigen	17
VI.	Houding van de leden van het bestuursorgaan of van de personen die zijn in feite vertegenwoordigen ten aanzien van het Bod.....	17
VII.	Slotbepalingen	17
A.	Goedkeuring.....	17
B.	Verantwoordelijke personen voor de Memorie van antwoord.....	18
C.	Beschikbaarheid van de Memorie van antwoord	18

I. Algemene bepalingen

A. Achtergrond

1. Bod van AG REGAM op de Certificaten Westland 2004 –

Op 15 november 2010 heeft de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (hierna, de “CBFA”) een kennisgeving gepubliceerd met betrekking tot het voornemen van AG Real Estate Group Asset Management, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel te 1210 Brussel, Sint-Lazaruslaan 4-10, ingeschreven bij de Kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0413.086.178 (hierna « AG REGAM »), om een voorwaardelijk openbaar overnamebod uit te brengen tot aankoop van de 119.659 vastgoedcertificaten Westland 2004 uitgegeven door IREC Westland, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel te 1210 Brussel, Sint-Lazaruslaan 4-10, ingeschreven bij de Kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0440.810.362 (hierna, « IREC Westland »), niet in het bezit van AG REGAM of een verbonden vennootschap, voor een prijs van 295 EUR per Certificaat Westland 2004), met toepassing van artikel 7, lid 1 van het koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen (hierna, het “Koninklijk Besluit OOB”).

De Vastgoedinvestering Westland Shopping Center, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel te 1210 Brussel, Sint Lazaruslaan 4-10, ingeschreven in de Kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0420.117.589 (hierna, “Vastgoedinvestering”), is houder van de Zakelijke Rechten waarop de uitgifte van de Certificaten Westland 2004 gebaseerd is en is de Beheerder van de Stille Handelsvennootschap.

Het ontwerpprospectus werd op 15 november 2010 per brief van de CBFA overgemaakt aan de raad van bestuur van Vastgoedinvestering, ontvangen op 17 november 2010.

Op 24 november 2010 heeft de raad van bestuur van Vastgoedinvestering aan de CBFA en aan AG REGAM meegedeeld dat zij een nota bevattende bezwaren had meegedeeld die de leemten en de in het ontwerpprospectus vermelde gegevens bevat die de houders van effecten van de betrokken vennootschap zouden kunnen misleiden, met toepassing van artikel 26, alinea 2 van het Koninklijk Besluit OOB.

Op 29 november 2010 is de raad van bestuur van Vastgoedinvestering bijeengekomen met het oog op het opstellen en goedkeuren van een memorie van antwoord, rekening houdend met de belangen van alle houders van Certificaten Westland 2004 en Certificaten Westland 1980 (hierna, de “Memorie van antwoord”), overeenkomstig de artikelen 22 tot 30 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen (hierna, de “Wet OOB”) en de artikelen 27, alinea 2 en 46 van het Koninklijk Besluit OOB. In dit kader heeft de raad van bestuur ook kennis genomen van de memorie van antwoord die IREC Westland heeft opgesteld (hierna, de “Memorie van antwoord van IREC Westland”).

Alle bestuurders van Vastgoedinvestering waren aanwezig of vertegenwoordigd op deze vergadering.

De CBFA heeft, per brief van 8 december 2010,, een kopie van het goedgekeurde prospectus met betrekking tot het voorwaardelijke openbare bod van AG REGAM tot aankoop van, op de datum

W
✓

van de goedkeuring van het prospectus, 119.011 Certificaten Westland 2004 uitgegeven door IREC Westland voor een prijs van 295 EUR per Certificaat Westland 2004 (hierna, het "Bod" en het "Prospectus") overgemaakt aan Vastgoedinvestering.

2. Bod van Atenor Group en Tegenbod van AG REGAM op de Certificaten Westland 1980 –

Op 1 oktober 2010 had Atenor Group, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan of doet, met maatschappelijke zetel te 1310 La Hulpe, avenue Reine Astrid 92, ingeschreven in de Kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0403.209.303 (hierna, "Atenor Group"), door middel van een persbericht haar intentie aangekondigd om een voorwaardelijk openbaar overnamebod uit te brengen op alle 38.420 vastgoedcertificaten Westland Shopping Center 1980 uitgegeven door Het Vastgoedcertificaat, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht met maatschappelijke zetel te 1210 Brussel, Sint Lazaruslaan 4-10, ingeschreven in de Kruispuntbank van ondernemingen onder het nummer 0403.207.224 (hierna, "Vastgoedcertificaat"), voor een prijs van 825 EUR per Certificaat Westland 1980 (hierna, het "Bod Westland 1980") en op 4 oktober 2010, heeft de CBFA een kennisgeving gepubliceerd met betrekking tot het Bod, met toepassing van artikel 7, lid 1 van het Koninklijk Besluit OOB.

Het Bod Westland 1980 maakt het voorwerp uit van een door de CBFA goedgekeurde prospectus op 26 oktober 2010 (hierna, het « Prospectus van het Bod Westland 1980 »).

In het kader van het Bod Westland 1980 hebben Vastgoedcertificaat en Vastgoedinvestering respectievelijk een memorie van antwoord opgesteld, overeenkomstig de artikelen 22 tot 30 van de Wet OOB en artikelen 27, lid 2 en 46 van het Koninklijk Besluit OOB.

Op 15 november 2010 heeft de CBFA een kennisgeving gepubliceerd met betrekking tot het voornemen van AG REGAM om, naast haar Bod op de Certificaten Westland 2004, een voorwaardelijk openbaar tegenbod uit te brengen tot aankoop van alle 38.420 Certificaten Westland 1980 voor een prijs van 867 EUR per Certificaat Westland 1980 , met toepassing van artikel 7, lid 1 van het Koninklijk Besluit OOB.

Op 7 december 2010, heeft de CBFA het prospectus met betrekking tot het voorwaardelijke openbare tegenbod van AG REGAM tot aankoop van, op de datum van de goedkeuring van het prospectus, 38.101 Certificaten Westland 1980 uitgegeven door Vastgoedcertificaat voor een prijs van 867 EUR per Certificaat Westland 1980 (hierna, het « Tegenbod Westland 1980 » en het « Prospectus van Tegenbod Westland 1980 ») goedgekeurd.

In het kader van het Tegenbod Westland 1980, hebben Vastgoedcertificaat en Vastgoedinvestering respectievelijk een memorie van antwoord opgesteld, overeenkomstig de artikelen 22 tot 30 van de Wet OOB en artikelen 27, lid 2, 40 en 46 van het Koninklijk Besluit OOB.

B. Definities

De begrippen die met een hoofdletter zijn geschreven en niet nader gedefinieerd worden in deze Memorie van antwoord hebben de betekenis zoals bepaald in het Prospectus.

II. Samenstelling van de raad van bestuur

De raad van bestuur van Vastgoedinvestering is als volgt samengesteld:

- dhr. Benoît Godts, bestuurder;
- dhr. William De Troij, bestuurder;
- BVBA Laurent Stalens, bestuurder, vertegenwoordigd door haar permanente vertegenwoordiger, dhr. Laurent Stalens;
- BVBA Marc Van Begin, bestuurder, vertegenwoordigd door haar permanente vertegenwoordiger, dhr. Marc Van Begin.

III. Bemerkingen bij het Prospectus

Afgezien van wat hierna vermeld wordt in het kader van het met redenen omklede standpunt (*infra*, § IV, 3), vermeldt de raad van bestuur van Vastgoedinvestering het volgende:

- (i) Op blz. 6 (« Samenvatting », « Voordelen van Bod voor de houders van Westland 2004 Certificaten ») en 16 (« 2. Context en doelstellingen van het Bod », « 2.2 Doelstellingen van het Bod ») van het Prospectus, moet men « *roerende voorheffing van 15%* » in plaats van « *roerende voorheffing van 25%* » lezen.
- (ii) Op blz. 24 (« 3. Voorwaarden en modaliteiten van het Bod », « 3.3. Prijs van het Bod en rechtvaardiging », « 3.3.3. Elementen voor de waardering van de Westland 2004 Certificaten », « ii. Brutowaardering ») van het Prospectus, moeten de begrippen « *in de veronderstelling dat de certificaten zijn uitgegeven op 1 januari 1980 en worden vereffend op 31 december 2010, hetzij na 31 jaar, zal een institutionele belegger die effecten gekocht heeft op 1 januari 2001 en ze gedurende 10 jaar heeft bijgehouden tot op het ogenblik van hun vereffening, rekening houdend met de andere wettelijke voorwaarden, slechts 10/31e mogen aanrekenen op het bedrag van de ingehouden roerende voorheffing wanneer het certificaat wordt vereffend* » waarschijnlijk gelezen worden met het oog op het feit dat de Certificaten Westland 2004 uitgegeven werden in 2004 en dat ze dus daarom niet vereffend zouden worden na 31 jaar in het door de Bieder beoogde voorbeeld.

IV. Met redenen omkleed standpunt van de raad van bestuur van Vastgoedinvestering over het Bod en de gevolgen van de tenuitvoerlegging van het Bod

De raad van bestuur van Vastgoedinvestering heeft de impact onderzocht van de tenuitvoerlegging van het Bod, zoals beschreven in het Prospectus, rekening houdend met de belangen van alle houders van Certificaten Westland 2004.

Hiertoe is de raad van bestuur overgegaan tot de vergelijking, volgens verschillende parameters, tussen de prijs van het Bod en de waarde van het netto actief dat zou terugkeren naar de houders van Certificaten Westland 2004 in geval van ontbinding van de Stille Handelsvennootschap op het veronderstelde moment van betaling van deze prijs.

✓

1. Elementen aan de basis van het Bod -

- **Te verdelen opbrengsten en inkomsten in geval van ontbinding van het Certificaat Westland 2004** – Het netto actief van de Stille Handelsvennootschap zou, in geval van ontbinding, uit volgende elementen bestaan:
 - (i) De opbrengst van de tegeldemaking van de Zakelijke Rechten.
 - (ii) Een evenredig deel van de courante cashflow van het lopende boekjaar.
 - (iii) Het deel van de nog niet verdeelde exploitatieopbrengsten van de voorgaande boekjaren, met name het bedrag dat beschikbaar is onder de vorm van liquiditeiten.

De relevante waarde voor het eerste punt zal hierna onderzocht worden *sub 2*.

Met het oog op de vergelijking die de houders van Certificaten Westland 2004 moet voorlichten, kunnen de twee laatste elementen als volgt geëvalueerd worden, in het kader van een beoordeling op datum 28 januari 2011 (zijnde de door de Bieder voorziene datum voor de betaling van de prijs van het Bod)¹: ongeveer 6,2 miljoen EUR voor het evenredige deel van de courante cashflow van de boekjaren 2010 en 2011² en 2,9 miljoen EUR voor de exploitatieopbrengsten van de voorgaande boekjaren die beschikbaar blijven; in dit opzicht, gezien de beoordeling die een overnemer van de Zakelijke Rechten zou doen (en die de Deskundigen hebben gedaan: *infra* §IV, 2) rekening zal houden met de werken die deze overnemer zal moeten uitvoeren, kan dit laatste bedrag, met het oog op een overdracht, beschouwd worden als een vrije cashflow daar het in dit geval niet zou moeten dienen om de werken uit te voeren. Daarentegen merken we op dat de Bieder van mening is dat de overdrager de werken op zich moet nemen vermits hij hiervoor 2,5 miljoen EUR van de reserves in mindering brengt. (Prospectus, blz. 18 en 23).

Het te weerhouden totaal voor deze twee posten bedraagt dus 9,1 miljoen EUR in plaats van de 6,2 miljoen EUR die door de Bieder werden aangehaald en het is dus dit bedrag dat gehanteerd zal worden in de hierna gemaakte vergelijkingen.

- **Bruto-opbrengst en netto-opbrengst van de Zakelijke Rechten –**

In het kader van de waardering van de eerste post van het voornoemde netto actief, moet men onder meer ook rekening houden met volgende begrippen:

¹ De vastgestelde datum is diegene die vermeld wordt in de voorlopige kalender (Prospectus, blz. 53, « 7. Voorlopige kalender »), zelfs als de Bieder op andere plaatsen de datum 26 januari 2011 beoogt. In elk geval is het verschil van schatting tussen deze twee data slechts gering.

² De Deskundigen hebben aangegeven dat, als de marktvoorwaarden constant blijven, ze niet verwachten dat de waarde van de Zakelijke Rechten zal dalen over de komende twaalf maanden (zie *infra*, § IV, 2). Het lijkt dus correct de courante cashflow op 28 januari 2011 te hanteren voor het vaststellen van het geschat netto actief op 28 januari 2011, zonder gelijktijdig de geschatte netto-opbrengst voor de Zakelijke Rechten te verminderen om de periode van 1 januari 2011 tot 28 januari 2011 in rekening te brengen. Men kan immers verwachten dat de waarde van de Zakelijke Rechten gelijk zal zijn.

- De “bruto-opbrengst” of de “investeringswaarde” of “waarde kosten koper” voor de kandidaat-overnemer, dat in het algemeen de referentie van de deskundigen is in het kader van een waarderingsopdracht (hierna, de “Investeringswaarde”); het weze opgemerkt dat deze Investeringswaarde niet noodzakelijk overeenstemt met de prijs die zal verkregen worden voor een bepaald onroerend goed in geval van effectieve overdracht hiervan.
- Men moet bovendien een onderscheid maken tussen de Investeringswaarde en de “netto-opbrengst” in geval van realisatie (hierna, de “Netto-opbrengst”), na het aftrekken van:
 - (i) de kosten die men moet aangaan in het kader van de overname – en voor een stille handelsvennootschap, van de ontbinding – (erelonen van raadslieden, tussenkomst agenten, diverse ontbindingskosten...); en
 - (ii) de overdrachtkosten (registratierechten en notariskosten), die verschuldigd zijn op de prijs van tegeldemaking (hierna, de “Kosten en Rechten”).

Het geheel van de kosten van de “overdrager” die verbonden zijn aan de overdracht en de overdrachtsrechten met betrekking tot de overdrachtprijs kunnen in dit stadium per definitie niet met nauwkeurigheid bepaald worden. We kunnen AG REGAM echter niet volgen wanneer deze een percentage van 4% aanhaalt. Rekening houdend met de hoofdzakelijk erfpachtelijke aard van de zakelijke rechten die door Vastgoedinvestering gehouden worden, zal de overdracht van dergelijke rechten in hoofdzaak onderworpen worden aan een recht van overdracht van 0,2 %, waaraan voornoemde kosten moeten worden toegevoegd, en een redelijke benadering leidt ongetwijfeld tot een raming van dit percentage op 2,5%. Het is dus dit percentage waarmee rekening zal worden gehouden bij de hierna gemaakte waarderingen.

- **Impliciete Investeringswaarde** – De impliciete Investeringswaarde is de investeringswaarde van de Zakelijke Rechten die impliciet voortvloeit uit de prijs van het Bod – t.t.z. de te bereiken minimumwaarde voor de Zakelijke Rechten teneinde tot de prijs van het Bod te komen indien men zou overgaan tot een overdracht van deze Zakelijke Rechten gevolgd door een ontbinding van het Certificaat Westland 2004 – (hierna, de “impliciete Investeringswaarde”).

Deze impliciete Investeringswaarde wordt hierna besproken *sub 4 en 5* (Tabel II).

- **Verdeling tussen houders** – Elkeen van de 122.000 Certificaten Westland 2004 geeft recht op 1/122.000^{ste} van de bedragen die te verdelen zijn door IREC Westland in haar hoedanigheid van deelnemende vennoot van de Stille Handelsvennootschap voor haar deel van 48,5%³ van de courante

³ Artikel 9 van de « Gecoördineerde tekst van het Contract van Stille Handelsvennootschap « Westland Shopping Center » » (hierna, het « Contract van Stille Handelsvennootschap »).

exploitatieopbrengsten van deze Stille Handelsvennootschap en van 49,5%⁴ van de netto-overdrachtsprijs⁵⁶.

- **Prijs van het Bod** – Het Bod gaat, op de datum van de goedkeuring van het Prospectus, over 119.011 Certificaten Westland 2004, met aangehechte coupons nummers 7 en volgende, die niet in het bezit zijn van de Bieder of een verbonden vennootschap, en voorziet in de betaling van een prijs van 295 EUR per Certificaat Westland 2004 op 28 januari 2011 ten laatste.

2. Deskundigenrapporten –

De raad van bestuur van de Beheerder heeft een college van deskundigen (hierna, de „Deskundigen“) belast met het uitvoeren van een onafhankelijk onderzoek van de Investeringswaarde van de onderliggende Zakelijke Rechten aan de Certificaten Westland 2004 en aan de Certificaten Westland 1980 en heeft hen daartoe toegang gegeven tot alle informatie betreffende het Shopping Center. De raad van bestuur van de Beheerder bevestigt dat, voor zover haar bekend, de gegevens meegedeeld aan de Deskundigen in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen informatie weggelaten is waardoor deze gegevens onjuist of misleidend zouden worden.

Dit college bestaat uit:

- (i) Jones Lang LaSalle Belgium, Montoyerstraat 10, 1000 Brussel, vertegenwoordigd door dhr. Rob Vaes, Associate Director, en Rod Scrivener Bsc. M.R.I.C.S., National Director;
- (ii) DTZ, Terhulpsesteenweg 166, 1170 Brussel, vertegenwoordigd door Fabian Daubecq M.R.I.C.S., bestuurder, en dhr. Benoît Forgeur, afgevaardigd bestuurder; en
- (iii) Cushman & Wakefield - Belgium, Kunstlaan 58/7, 1000 Brussel, vertegenwoordigd door dhr. Jérôme Lits, Surveyor Account Manager, en Kris Peetermans M.R.I.C.S., Partner – Head of Valuation & Advisory.

De Deskundigen hebben geen belang in de gewaardeerde Zakelijke Rechten.

De gezamenlijke besluiten van de Deskundigen zijn de volgende:

“Naar onze mening is de bruto marktwaarde van de erfpachtrechtten die IF [lees “Vastgoedinvestering”] houdt in het Westland Shopping Center, zoals beschreven in dit rapport, op 31 december 2010 (in de hypothese dat er geen substantiële wijziging is van de omstandigheden tussen de datum van dit rapport en de datum van waardering):

*84 miljoen Euro
Vierentachtig miljoen euro bruto.*

⁴ Artikel 10 van het Contract van Stille Handelsvennootschap.

⁵ Namelijk de « (...) overdrachtprijs van de rechten in het Handelscentrum [waarvan] de verkoopkosten [worden afgerekend] met inbegrip van de eventuele negotieringsprovisie, tegen het gebruikelijke tarief, alsook de mogelijke overgedragen verliezen » (artikel 10 van het Contract van Stille Handelsvennootschap).

⁶ In voorkomend geval zijn de bedragen betaalbaar in verschillende coupons.

✓ ✓

*Deze waardering is bruto in de zin dat het naar onze mening de prijs vertegenwoordigt die een hypothetische koper bereid zou zijn te betalen met inbegrip van de registratierechten. Deze registratierechten zouden naar onze mening zeer laag zijn voor dit type erfpachtrecht. Geen aftrek werd gedaan voor de andere overdrachtkosten zoals de juridische, notariële of makelaarskosten*⁷.

De besluiten van de Deskundigen werden met hun toestemming opgenomen in de onderhavige Memorie van antwoord. Deze besluiten werden getrouw weergegeven en voor zover Vastgoedinvestering dit weet, werd geen enkel feit weggelaten waardoor de weergegeven besluiten onjuist of misleidend zouden worden.

De Deskundigen voegen daaraan toe dat zij tot deze gezamenlijke waardering gekomen zijn na onderling overleg en nadat zij hun benaderingen met elkaar verzoend hadden, weliswaar binnen de grenzen blijvend van hun respectieve waarderingen en dat de aldus geschatte waarde niet zou moeten dalen over de komende twaalf maanden⁸.

Het gegeven dat de Zakelijke Rechten beperkt in de tijd zijn impliceert in dit verband niet noodzakelijkerwijze dat hun waarde afneemt bij een verloop van tijd. In functie van de hypotheses voor de evolutie van bruto of netto opbrengsten en de actualisatieratio waarmee wordt rekening gehouden voor de berekening van de actualisatie, zijnde de parameters gebruikt voor elk model van *discounted cash flow*, zou de actuele waarde na vermindering met de toekomstige cashflow in voorliggend geval stabiel moeten blijven, en op korte termijn zelfs kunnen stijgen. Het is echter ongetwijfeld zo dat op middellange en op lange termijn deze actuele netto waarde zal dalen, om tenslotte op 31 december 2036 tot nul herleid te worden.

Uit deze waardering kan afgeleid worden dat:

- (i) De Investeringswaarde geschat door de Deskundigen 16,9 %⁹ hoger is dan de te bereiken impliciete Investeringswaarde in geval van ontbinding van het Certificaat Westland 2004 op 28 januari 2011 (zijnde de door de Bieder voorziene datum voor de betaling van de prijs van het Bod) teneinde een equivalent van 295 EUR per

⁷ Vrije vertaling van : « *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 ».

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* », of vrij vertaald : « *Om tot ons waarderingsadvies te komen hebben wij de beperkte afwijkingen in de verschillende adviezen van onze collega-deskundigen in overweging genomen (...) en hebben wij onderling overleg gepleegd. Het bedrag dat wij voorleggen is daarom een waarvan elk van de deskundigen van mening is dat het binnen een redelijke waarderingsmarge ligt ten opzichte van hun individueel standpunt voor dit overleg heeft plaatsgevonden. Het aanvankelijke verschil in inzichten is naar onze mening te verwachten, met name omdat het vastgoed ongebruikelijk is in termen van het relatief korte erfpachtrecht dat moest worden gewaardeerd, en gezien er weinig rechtstreekse gegevens zijn over de staat van de beleggingsmarkt op dit moment. Als de marktvoorraad constant blijven, verwachten we niet dat de waarde zal dalen over de komende twaalf maanden* ».

⁹ De door de Deskundigen geschatte Investeringswaarde van 84 miljoen EUR komt overeen met 116,9% van de impliciete Investeringswaarde van 71.877.251 EUR (*infra, sub 5, Tabel II*).

Certificaat Westland 2004 te bekomen in de handen van de houder die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15% en 24 %¹⁰ hoger in het geval van de houder die niet onderworpen is aan roerende voorheffing, waarbij de andere houders, zoals aangegeven, een standpunt moeten innemen in functie van hun eigen fiscale situatie.

- (ii) Omgekeerd zou de waarde van het Certificaat Westland 2004, in de hypothese van een ontbinding die, voor vergelijkingsdoeleinden, zou plaatsvinden op 28 januari 2011 (zijnde de door de Bieder voorziene datum voor de betaling van de prijs van het Bod), ongeveer 334,55 EUR netto per Certificaat Westland 2004 bedragen voor de houders die onderworpen zijn aan een roerende voorheffing van 15% en ongeveer 357,49 EUR bruto per Certificaat Westland 2004 bedragen voor de houders die niet onderworpen zijn aan roerende voorheffing, hetzij in het eerste geval 13,4 % meer dan 295 EUR en in het tweede geval 21,2 %.

3. Bemerkingen op de Investeringswaarde weerhouden door AG REGAM –

AG REGAM berekent de Investeringswaarde op 75,5 miljoen EUR daar waar de Deskundigen op een waarde van 84 miljoen EUR komen.

In dit opzicht merken we op dat :

- (i) AG REGAM de methoden en scenario's om tot het bedrag van 75,5 miljoen EUR te komen niet in detail omschrijft, wat de vergelijking en de identificatie van de bronnen van de verschillen moeilijk maakt ;
- (ii) de waarden respectievelijk vastgesteld door de Deskundigen en AG REGAM bovendien niet helemaal vergelijkbaar zijn vermits de werken waaraan de overnamer onderworpen is, zijnde 2,5 miljoen EUR volgens de Bieder (Prospectus, blz. 18 en 23), niet inbegrepen zijn in het bedrag van 75,5 miljoen EUR, terwijl dit wel inbegrepen is in de Investeringswaarde weerhouden door de Deskundigen;

Voor het overige, merken we op dat :

- (i) AG REGAM een kapitalisatievoet van 6% vaststelt om de nettoinkomsten van een goed in volle eigendom te actualiseren dat overeen komt met de vastgestelde yield voor recente transacties op shoppingcentra in Europa ; deze yield van 6% (Prospectus, blz. 19 en 21) lijkt de door AG REGAM beoogde risico's goed te dekken (Prospectus, blz. 16, 18 en 22); bovendien zijn de door AG REGAM aldus vermelde risico's met betrekking tot de karakteristieken van het Zakelijk Recht per definitie ook gekend bij de Deskundigen.
- (ii) de afsluiting van handelshuurcontracten die aflosbaar worden na 31 december 2036¹¹ uitdrukkelijk voorzien is door de oprichtingsakten van de erfpacht, zodat geen enkele reden kan worden ingeroepen om niet rekening te houden met de inflatie tijdens de negen jaren voorafgaand aan 31 december 2036;

¹⁰ De door de Deskundigen geschatte Investeringswaarde van 84 miljoen EUR komt overeen met 124% van de impliciete Investeringswaarde van 67.717.669 EUR (*infra, sub 5, Tabel II*).

¹¹ Prospectus, blz. 19.

W ✓

- (iii) tot slot de betrekkingen met de twee andere eigenaars, Redevco et Shopimmo (Prospectus, blz. 20), vastgelegd zijn door overeenkomsten.

4. Onderzoek van de impliciete Investeringswaarde in vergelijking met de prijs van het Bod –

(i) Principe

Het is raadzaam om, ter vergelijking, zoals AG REGAM overigens ook doet, te onderzoeken welke de impliciete Investeringswaarde is die aan het Bod ten grondslag ligt en wat men ervan moet denken met betrekking tot de markt.

Er is in elk geval geen eenduidig antwoord: de situatie hangt af van de roerende voorheffing die zou afgehouden worden ten laste van de houder van certificaten. Eenvoudigheidshalve zullen we hierna in een eerste scenario de situatie aangeven voor een houder onderworpen aan de belasting in België die roerende voorheffing verschuldigd is van 15% (*infra* (ii)) en in een tweede scenario de situatie van een houder die geen roerende voorheffing verschuldigd is (*infra* § (iii)). Het is echter aan elke houder om te bepalen, met zijn eigen fiscale deskundigen of raadgevers, welk het belastingregime is waaraan hij is onderworpen.

In elk geval zullen de houders rekening houden met het feit dat de opbrengst in geval van ontbinding op 31 december 2010 een terugbetaling van kapitaal per Certificaat Westland 2004 van 204,52 EUR omvat, waarop er per definitie geen roerende voorheffing verschuldigd is.

(ii) Houders die aan een roerende voorheffing zijn onderworpen

Opdat een houder die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15%, op voornoemde basis, een netto ontbindingssaldo zou overhouden dat ten minste gelijk is aan de prijs van het Bod van 295 EUR op 28 januari 2011 (zijnde de door de Bieder voorziene datum voor de betaling van de prijs van het Bod) zou het ontbindingssaldo per Certificaat Westland 2004 voor inhouding van de roerende voorheffing minstens 310,97 EUR bruto of 295 EUR netto na inhouding van de roerende voorheffing moeten vertegenwoordigen.

De impliciete Investeringswaarde die overeenkomt met deze bedragen is ongeveer 71,88 miljoen EUR.

(iii) Houders die niet aan roerende voorheffing onderworpen zijn

Opdat een houder die niet onderworpen is aan roerende voorheffing een ontbindingssaldo dat minstens gelijk is aan de prijs van het Bod van 295 EUR bruto per Certificaat Westland 2004 op 28 januari 2011 (zijnde de door de Bieder voorziene datum voor de betaling van de prijs van het Bod) zou bekomen, zou de impliciete Investeringswaarde moeten overeenkomen met ongeveer 67,72 miljoen EUR.

V J

Men merkt dat de door AG REGAM vooropgestelde Investeringswaarde 75,5 miljoen EUR bedraagt, maar dat de impliciete Investeringswaarde met betrekking tot het Bod 67,72 miljoen EUR of 71,88 miljoen EUR bedraagt, waarbij het verschil tussen deze twee laatste bedragen verklaard wordt door de roerende voorheffing.

5. Synthesetabellen –

Hierna vindt men 2 synthesetabellen, de ene vertrekkende van de Investeringswaarden en de andere leidend tot de berekening van de impliciete Investeringswaarden:

- (a) Een vergelijking van de verkoopswaarde van het netto-actief van de Stille Handelsvennootschap in functie van (i) de Investeringswaarde en de hypothesen met betrekking tot de andere activa en de kosten zoals opgesteld door AG REGAM, (ii) de Investeringswaarde weerhouden door AG REGAM en de hypothesen met betrekking tot de andere activa en de kosten zoals opgesteld door de Beheerder en (iii) de Investeringswaarde weerhouden door de Deskundigen en de hypothesen met betrekking tot de andere activa en kosten zoals opgesteld door de Beheerder (Tabel I) (*supra* § 2).
- (b) Een berekening van de impliciete Investeringswaarde vertrekkende van de prijs van het Bod voor een houder die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15% en voor een houder die niet aan dergelijke roerende voorheffing onderworpen is (Tabel II) (*supra* § 4).

Deze tabellen zijn gebaseerd op beoordelingen, volgens de rubrieken, van de Investeringswaarde of de andere activa of kosten.

✓

Tabel I

	Waarden aangegeven in het Prospectus	Waarden aangegeven in het Prospectus met correctie van de andere activa en de kosten zoals gewaardeerd door de Beheerder	Berekening van het netto actief van de Stille Handelsvennootschap in geval van ontbinding op basis van de waarde van het deskundigenverslag met de andere activa en de kosten zoals gewaardeerd door de Beheerder
Beoordeling van de Zakelijke Rechten			
Investeringswaarde ¹²	75'500'00	75'500'000	84'000'000
Kosten en Rechten (4% volgens de Bieder en 2,5% volgens de Beheerder (<i>supra</i> IV, 1))	-3'000'000	-1'887'500	-2'100'000
Netto-opbrengst	72'500'000	73'612'500	81'900'000
Reserves 2010 (<i>supra</i> IV, 1)	2'900'000	2'900'000	2'900'000
Werken	-2'500'000		
Evenredig deel van de cashflow boekjaren 2010 en 2011 ¹³	5'800'000	6'200'000	6'200'000
Netto actief van de Stille Handelsvennootschap	78'700'000	82'712'500	91'000'000

¹² Hier wordt de veronderstelling gemaakt dat, net als de Investeringswaarde vastgesteld door de Deskundigen (zie hoger, § 2, par 7 en hoger onder noot (1)), de Investeringswaarde die gehanteerd wordt door resp. Atenor Group en AG REGAM constant zal blijven tot 28 januari 2011.

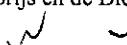
¹³ Zoals vermeld onder noot (2), hebben de Deskundigen aangegeven dat, als de marktvoorraarden constant blijven, ze niet verwachten dat de waarde van de Zakelijke Rechten zal dalen over de komende twaalf maanden (zie *infra*, § IV, 2). Het lijkt dus correct de courante cashflow op 28 januari 2011 te hanteren voor het vaststellen van het geschat netto actief op 28 januari 2011, zonder gelijktijdig de geschatte netto-opbrengst voor de Zakelijke Rechten te verminderen om de periode van 1 januari 2011 tot 28 januari 2011 in rekening te brengen. Men kan immers verwachten dat de waarde van de Zakelijke Rechten gelijk zal zijn.

Aandeel van de Emittent in de courante exploitatieopbrengsten ¹⁴	4'073'083	4'281'978	4'281'978 (47,05%)
Aandeel van de Emittent in de netto-overdrachtprijs ¹⁵	33'447'645	35'352'330	39'332'393 (48,02%)
Rechten van de houders per Certificaat Westland 2004 na kosten: bruto bedrag (op basis van 122.000 Certificaten Westland 2004)	307.55	324.87	357.49
Roerende voorheffing van 15% (op het deel dat het resterende saldo van het kapitaal van 204,52 EUR overschrijdt)	-15.45	-18.05	-22.95
Rechten van de houders per Certificaat Westland 2004: netto bedrag (op basis van 122.000 Certificaten Westland 2004)	292.09	306.82	334.55

Tabel II

	295 EUR per Certificaat Westland 2004 netto (met een roerende voorheffing van 15%)	295 EUR per Certificaat Westland 2004 bruto (zonder roerende voorheffing)
Rechten van de houders per Certificaat Westland 2004 : netto bedrag	295.00	295.00

¹⁴ AG REGAM stelt een kostenpercentage van ongeveer 3,5% voorop. De Beheerder meent dat 3% een betere raming is. Bijgevolg verkiest de Beheerder na kosten 47,05 % voor het aandeel van de Emittent in de courante exploitatiekosten en de Bieder 46,82 %.

¹⁵ AG REGAM stelt een kostenpercentage van ongeveer 3,5% voorop. De Beheerder meent dat 3% een betere raming is. Bijgevolg verkiest de Beheerder na kosten 48,02 % voor het aandeel van de Emittent in de netto-overdrachtprijs en de Bieder 47,78 %. 

Roerende voorheffing 15% (op het deel dat het resterende saldo van het kapitaal van 204,52 EUR overschrijdt)	15.97	
Rechten van de houders per Certificaat Westland 2004 : bruto bedrag (op basis van de 122.000 Certificaten Westland 2004)	310.97	295.00
Aandeel van de Emittent in de courante exploitatieopbrengsten ¹⁶	4'281'978	4'281'978
Aandeel van de Emittent in de netto-overdrachtsprijs ¹⁷	33'656'003	31'708'309
Netto-actief van de Stille Handelsvennootschap (100%)	79'180'320	75'124'728
Reserves 2010 (<i>supra</i> , IV, 1)	-2'900'000	-2'900'000
Evenredig deel van de cashflow boekjaren 2010 en 2011	-6'200'000	-6'200'000
Te bereiken Netto-opbrengst	70'080'320	66'024'728
Kosten en Rechten (4% volgens de Bieder en 2,5% volgens de Beheerder (<i>supra</i> IV, 1))	1'796'931	1'692'942
Investeringswaarde	71'877'251	67'717'669

De raad van bestuur stelt bovendien vast dat, zonder verder rekening te houden met een eventuele verhoging van de huurinkomsten, indien men met een stijging van de inflatie vooropstelt van 2% per jaar over de komende zesentwintig jaar en de kosten ten laste van de erfpachter in aanmerking neemt, redelijkerwijze geschat op basis van de gegevens van de afgelopen boekjaren en van de voorzienbare werken, de prijs van het Bod van 295 EUR, waarbij alles voor het overige gelijk blijft, overeenstemt met een impliciete IRR ("Internal Rate of Return") rentevoet geschat tot op het einde van het Certificaat Westland 2004 op ongeveer 7,4 % per jaar voor een houder van Certificaat Westland 2004 die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15% en op ongeveer 8,6% per jaar voor een houder die niet onderworpen is aan dergelijke roerende voorheffing. Deze geschatte IRR

¹⁶ Dit aandeel houdt rekening met de onkosten van de verdeling van de geldsommen die terugkeren naar de houders van Certificaten Westland 2004. AG REGAM stelt een kostenpercentage van ongeveer 3,5% voorop. De Beheerder meent dat 3% een betere raming is. Bijgevolg verkiest de Beheerder 47,05 % voor het aandeel van de Emittent in de courante exploitatieopbrengsten en 48,02 % voor het aandeel van de Emittent in de netto-overdrachtsprijs.

¹⁷ Dit aandeel houdt rekening met de onkosten van de verdeling van de geldsommen die terugkeren naar de houders van Certificaten Westland 2004. AG REGAM stelt een kostenpercentage van ongeveer 3,5% voorop. De Beheerder meent dat 3% een betere raming is. Bijgevolg verkiest de Beheerder 47,05 % voor het aandeel van de Emittent in de courante exploitatieopbrengsten en 48,02 % voor het aandeel van de Emittent in de netto-overdrachtsprijs.

✓ ✓

komt per definitie overeen met het rendement waaraan de investeerder verzaakt als hij zijn titels overmaakt in het kader van het Bod.

6. Opmerkingen over de overdrachtsprocedure –

(a) Contractuele situatie

De raad van bestuur van Vastgoedinvestering herinnert eraan dat de eventuele verlenging van de Stille Handelsvennootschap moet voortvloeien uit een beslissing in functie van volgende feitenstelling:

- (i) De vennoten van de Stille Handelsvennootschap zijn Vastgoedcertificaat, Vastgoedinvestering, AG Real Estate Asset Management en IREC Westland.

Deze vennoten moeten beslissen over een eventuele verlenging van de Stille Handelsvennootschap op 31 december 2010, bij gebreke waarvan deze ontbonden zal worden.

De ontbinding van de Stille Handelsvennootschap, ongeacht de reden hiervoor, leidt automatisch tot de verkoop van de rechten die gehouden worden in het Shopping Center, dewelke ten laatste binnen de drie jaar moet plaatsvinden (Contract van Stille Handelsvennootschap, artikel 10 “Ontbinding” en Contract van Vereniging in Deelneming, zelfde artikel).

- (ii) De beslissingsvrijheid van de vennoten van de Stille Handelsvennootschap is echter beperkt door de bevoegdheden toegekend aan de houders van Certificaten Westland 1980, bijeengeroepen in buitengewone algemene vergadering, daar zij zich er toe verbonden hebben om de beslissing van de vergadering te aanvaarden (Contract van de Stille Handelsvennootschap artikel 1, *in fine*, en Contract van Vereniging in Deelneming, zelfde artikel). **Deze beslissing is bindend voor de houders van Certificaten Westland 2004 (§ 10 van het « Statuut van Vastgoedcertificaat WESTLAND 2004 » en Prospectus van uitgifte van Certificaten Westland 2004, blz. 14-15, § 5.2.4. *in fine*, blz. 16, § 5.2.7. *in fine* en blz. 33, § II.2).**

(b) Raadzaamheid van een wachttijd met het oog op de tegeldemaking van de Zakelijke Rechten

Zoals de Beheerder benadrukt heeft in haar memorie van antwoord opgesteld in het kader van het Bod Westland 1980, is zij van mening dat, gezien hun looptijd beperkt is in de tijd, dat een overdracht van de Zakelijke Rechten zou moeten plaatsvinden in de komende jaren en dat deze overdracht waarde kan creëren in hoofde van de houders van Certificaten Westland 2004 en Westland 1980.

Het zou echter niet in het belang zijn van de Certificatenhouders Westland 2004 en Westland 1980 om zich in een situatie te plaatsen waarin de tegeldemaking zou moeten plaatsvinden binnen een vaste termijn van drie jaar.

✓

~

De Beheerder is daarom van oordeel dat deze termijn verlengd moet worden en dat, rekening houdende met de onzekerheden in de markt, de Stille Handelsvennootschap zou moeten kunnen worden voortgezet tot 31 december 2036 indien de overdracht van de Zakelijke Rechten niet zou kunnen doorgaan tegen redelijke commerciële voorwaarden – zelfs als deze lager zouden zijn dan de Investeringswaarde weerhouden door de Deskundigen.

7. Standpunt van de raad van bestuur van Vastgoedinvestering –

De raad van bestuur van Vastgoedinvestering stelt, na rekening te hebben gehouden met de impliciete Investeringswaarde van het Bod van AG REGAM en het besluit van de Deskundigen, die de Investeringswaarde van de Zakelijke Rechten waarderen op 84 miljoen EUR, samenvattend vast dat :

- (i) voor de houder die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15%, de prijs van het Bod 11,8 %¹⁸ lager is dan het bedrag dat de houder zou kunnen verwachten te ontvangen in het kader van een ontbinding die, per hypothese, zich voor zou doen op 28 januari 2011, rekening houdend met de door de Deskundigen geschatte Investeringswaarde;
- (ii) voor de houder die niet onderworpen is aan roerende voorheffing, de prijs van het Bod 17,5 %¹⁹ lager is;
- (iii) de andere houders zullen, op basis van voormelde onderzoeken, het verschil kunnen bepalen tussen wat ze zouden krijgen door het Bod te aanvaarden of door hun effect te behouden, rekening houdend met hun eigen fiscale regime.

Deze beoordeling van de waarde bij een theoretische ontbinding is gebaseerd op het advies van op de markt welbekende expertisebureaus en vormt aldus een belangrijk element in de te nemen beslissing, maar kan in geen enkel geval beschouwd worden als advies afkomstig van de Beheerder of van IREC Westland. Op dezelfde wijze zou de prijs die bekomen zou worden voor de Zakelijke Rechten in geval van effectieve overdracht kunnen afwijken, naar omhoog of omlaag, van de Investeringswaarde weerhouden door de Deskundigen. Wij beklemtonen dat de investeringsmarkt in grote vastgoed objecten sterk afgeremd is door de crisis, en, ook al heeft de « retail » sector globaal gezien goed standgehouden, bestaat er een onzekerheid wat betreft het niveau van de potentiële vraag voor deze Zakelijke Rechten, gezien de specifieke kenmerken ervan. De evolutie van de context moet dus opgevolgd worden met het oog op een verkoop in gunstige condities

De raad van bestuur stelt bovendien vast dat, zonder verder rekening te houden met een eventuele verhoging van de huurinkomsten, indien men een stijging van de inflatie vooropstelt van 2% per jaar over de komende zesentwintig jaar en de kosten ten laste van de erfpachter in aanmerking neemt, redelijkerwijze geschat op basis van de gegevens van de afgelopen boekjaren en van de voorzienbare werken, de prijs van het Bod van 295 EUR, waarbij alles voor het overige gelijk blijft, overeenstemt met een impliciete IRR (“Internal Rate of Return”) rentevoet geschat tot op het einde van het Certificaat Westland 2004 op ongeveer 7,4 % per jaar voor een houder van Certificaten Westland 2004 die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15% en op 8,6 % per jaar voor een houder die niet onderworpen is aan dergelijke roerende voorheffing. Deze geschatte IRR komt per

¹⁸ De prijs van het Bod van 295 EUR komt overeen met 88,18 % van de waarde bij een theoretische ontbinding van 334,55 EUR.

¹⁹ De prijs van het Bod van 295 EUR komt overeen met 82,5 % van de waarde bij een theoretische ontbinding van 357,49 EUR.

definitie overeen met het rendement waaraan de investeerder verzaakt als hij zijn titels overmaakt in het kader van het Bod.

Bijgevolg is het standpunt van de raad van bestuur van Vastgoedinvestering het volgende:

- (i) voor de houder van Certificaten Westland 2004 die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15%, benadrukt de raad van bestuur dat er een verschil is van 1,8% ten opzichte van de waarde bij een theoretische ontbinding die bepaald werd op basis van de door de Deskundigen geschatte Investeringswaarde; de houder die belang heeft bij een onmiddellijke en zekere uitvoering van zijn Certificaat Westland 2004 zou echter kunnen beslissen om deel te nemen aan het Bod;
- (ii) voor de houder die niet onderworpen is aan roerende voorheffing, is de prijs van het Bod duidelijk niet aantrekkelijk;
- (iii) de andere houders moeten zelf een standpunt innemen met betrekking tot deze adviezen in functie van hun eigen fiscale situatie; elke houder van Certificaten Westland 2004 wordt hierbij verzocht zich een eigen opinie te vormen over de voorwaarden van het Bod en zijn eigen financiële en fiscale adviseurs te raadplegen;

V. Aantal Vastgoedcertificaten Westland 2004 in het bezit van de leden van het bestuursorgaan of van de personen die zij in feite vertegenwoordigen

Dhr. Benoît Godts bezit tweehonderd (200) Certificaten Westland 2004.

De andere leden van het bestuursorgaan van Vastgoedinvestering bezitten geen enkel Certificaat Westland 2004.

Anderzijds is Vastgoedinvestering een indirecte dochtermaatschappij van d'AG Insurance SA/NV, dat 2341 Certificaten Westland 2004 bezit (Prospectus, blz. 35) en is verbonden met AG REGAM, dat, op 15 december 2010, 1001 Certificaten Westland 2004 bezit (Prospectus, blz. 34 en kennisgevingen met betrekking tot effectenverrichtingen tijdens de biedperiode gepubliceerd op de website van de CBFA); de Certificaten Westland 2004 in het bezit van deze vennootschappen maken geen deel uit van het Bod.

VI. Houding van de leden van het bestuursorgaan of van de personen die zijn in feite vertegenwoordigen ten aanzien van het Bod

Dhr. Benoît Godts, als houder die onderworpen is aan een roerende voorheffing van 15%, wenst negenennegentig (99) Certificaten Westland 2004 over te maken in het kader van het Bod.

VII. Slotbepalingen

A. Goedkeuring

✓

Onderhavige Memorie van antwoord werd goedgekeurd door de CBFA op 21 december 2010 overeenkomstig artikel 28, § 3 van de Wet OOB.

Deze goedkeuring houdt geen beoordeling in van de opportunitet noch van de kwaliteit van het Bod.

B. Verantwoordelijke personen voor de Memorie van antwoord

Vastgoedinvestering, met maatschappelijke zetel te 1210 Brussel, Sint-Lazaruslaan 4-10, vertegenwoordigd door zijn raad van bestuur, is verantwoordelijk voor deze Memorie van antwoord en voor haar eventuele aanvullingen en verklaart dat, voor zover haar bekend, de gegevens in deze Memorie van antwoord in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en geen gegevens weggelaten zijn waarvan de vermelding de strekking van deze Memorie van antwoord zou wijzigen.

C. Beschikbaarheid van de Memorie van antwoord

Onderhavige Memorie van antwoord (evenals de Memorie van antwoord Vastgoedcertificaat) is beschikbaar in elektronische vorm op de website van de Bieder (www.agrealestate.eu, onder de link Informatie betreffende het tegenbod van AG Real Estate Group Asset Management op de vastgoedcertificaten Westland Shopping Center 1980 en het openbaar bod tot aankoop van de vastgoedcertificaten Westland Shopping Center 2004), van ING België (www.ing.be – Beleggen/Aandelen en obligaties/Aandelentransacties), van de CBFA (www.cbfa.be) en van Vastgoedinvestering (www.agrealestate.eu/nl/activities/am/westland_2004.asp).

De houders van Certificaten Westland 2004 kunnen gratis een papieren versie van deze Memorie van antwoord bekomen zowel op aanvraag bij de Loketbank als telefonisch, en op de maatschappelijke zetel van Vastgoedinvestering of door schriftelijke aanvraag per gewone brief gericht aan Vastgoedinvestering NV, Sint-Lazaruslaan 4-10, te 1210 Brussel.

Deze Memorie van antwoord werd opgesteld in het Frans en de Franse versie werd goedgekeurd door de CBFA. Vastgoedinvestering heeft een vertaling in het Nederlands opgesteld. De Franse versie van de Memorie van antwoord is de enige met rechtskracht in het kader van het Bod. In geval van afwijking van interpretatie tussen de Franse en Nederlandse versie, zal de Franse versie overheersen. Vastgoedinvestering heeft de overeenstemming tussen de Franse en Nederlandse versie gecontroleerd en is hiervoor verantwoordelijk.

Opgemaakt te: Brussel, op 21 december 2010

Naam: De Vastgoedinvestering Westland Shopping Center NV

Vertegenwoordigd door:

Naam en hoedanigheid: Benoît GODTS,
Bestuurder.

Handtekening:

Naam en hoedanigheid: William DE TROIJ,
Bestuurder.

Handtekening: