

# **PROJET DE PLAN DE SAUVEGARDE**

## **SOCIETE ORCO PROPERTY GROUP**

(Articles L. 626-1 et suivants du Code de commerce)

## **PREAMBULE**

<b>1.</b>	<b>PRESENTATION GENERALE DU PROJET .....</b>	<b>3</b>
1.1	Présentation du Groupe ORCO et de la Société OPG .....	3
1.1.1	Historique.....	3
1.1.2	Activité.....	3
1.1.3	Chiffres clés .....	3
1.1.4	Structure du Groupe ORCO .....	3
1.2	Origines des difficultés .....	3
1.2.1	Un environnement très fortement dégradé depuis 2008 .....	3
1.2.2	La crise internationale a conduit à adapter la stratégie d'expansion et les projets à long terme qui ont fait le succès du Groupe.....	3
1.3	Perspectives de redressement : les principaux leviers de la restructuration envisagée	3
1.3.1	Adapter la structure de bilan aux décalages des cycles de l'immobilier (cf Annexe 3)	3
1.3.2	S'appuyer sur les principaux avantages concurrentiels d'ORCO .....	3
1.3.3	Le plan de restructuration .....	3
<b>2.</b>	<b>DESCRIPTIF DU VOLET INDUSTRIEL DE LA REORGANISATION DE L'ENTREPRISE .....</b>	<b>3</b>
2.1	Recentrage stratégique et organisationnel du Groupe.....	3
2.1.1	Recentrage sur la foncière commerciale .....	3
2.1.2	Recentrage sur la promotion résidentielle et la promotion commerciale, en s'appuyant sur la réserve foncière existante .....	3
2.1.3	Recentrage géographique .....	3
2.1.4	Intégration d'Orco Germany S.A. (« OG ») à OPG .....	3
2.1.5	Réorganisation du Groupe par métiers.....	3
2.2	Une restructuration financière profonde courant 2009 .....	3
2.2.1	Une organisation axée sur la centralisation de la trésorerie.....	3
2.2.2	Sélection rigoureuse des projets d'investissement.....	3
2.2.3	Plan de réduction des coûts drastique .....	3
2.3	Renégociation de la dette bancaire au niveau des filiales .....	3
2.4	Amélioration de la gouvernance .....	3
<b>3.</b>	<b>DESCRIPTIF DU VOLET FINANCIER DE LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE D'OPG.....</b>	<b>3</b>
3.1	Origine et structure de la dette à l'ouverture de la sauvegarde.....	3
3.1.1	Dettes à l'égard des obligataires .....	3
3.1.2	Autres créanciers .....	3

3.2	Rappel des propositions de restructuration soumises aux Obligataires pendant la période d'observation.....	3
3.3	Modalités d'apurement et de remboursement de la dette .....	3
3.3.1	Principe .....	3
3.3.2	Remboursement de la dette obligataire dans le cadre du plan de sauvegarde .....	3
3.3.3	Cas particuliers.....	3
3.4	Approbation et arrêté du Plan .....	3
<b>4.</b>	<b>VOLET SOCIAL DE LA SAUVEGARDE .....</b>	<b>3</b>
<b>5.</b>	<b>MODIFICATION DU CAPITAL SOCIAL D'OPG.....</b>	<b>3</b>
<b>6.</b>	<b>ENGAGEMENTS DES PERSONNES TENUES D'EXECUTER LE PLAN.....</b>	<b>3</b>

## PREAMBULE

- (A) Par jugement du **25 mars 2009**, le Tribunal de Commerce de Paris a admis la Société **ORCO PROPERTY GROUP**, Société anonyme dont le siège social est situé 40, Parc d'activités Capellen, L-8303 Capellen (Luxembourg), et le centre des intérêts principaux au 25, rue de Balzac à Paris (75008), immatriculée au registre du Luxembourg sous le numéro B 44996 ("**OPG**" ou la "**Société**"), au bénéfice d'une procédure de sauvegarde et a fixé la durée initiale de la période d'observation à 6 mois.
- (B) Maître Laurent Le Guernevé a été désigné en qualité d'administrateur judiciaire avec mission de surveillance (l'"**Administrateur Judiciaire**") et Maître Valérie Leloup-Thomas a été désignée aux fonctions de mandataire judiciaire (le "**Mandataire Judiciaire**").
- (C) Dans la mesure où OPG n'atteint pas les seuils fixés par l'article R. 626-52 du Code de commerce, Monsieur le Juge-commissaire a autorisé la Société, par ordonnance en date du **11 août 2009**, à faire application des dispositions de la section 3 du chapitre VI du Titre II du Livre VI du Code de commerce relatives à la constitution de comités de créanciers et d'une assemblée unique des obligataires aux fins de délibérer sur le projet de plan de sauvegarde. OPG n'étant débitrice d'aucune créance au titre d'opérations de crédit, le comité des établissements de crédit n'a pas été constitué. Un comité des principaux fournisseurs (le "**Comité des Principaux Fournisseurs**") ainsi qu'une assemblée des obligataires (l'"**Assemblée des Obligataires**") ont donc été constitués et consultés en application des dispositions précitées.
- (D) Le Comité des Principaux Fournisseurs a été réuni le **7 septembre 2009** et s'est prononcé en faveur des propositions qui lui ont été soumises. L'Assemblée des Obligataires a été réunie le **24 septembre 2009** et s'est prononcée contre les propositions qui lui ont été soumises. En conséquence, la procédure de consultation des créanciers a été reprise selon les modalités des articles L. 626-5 et suivants du Code de commerce. Par jugement du 14 octobre 2009, le Tribunal de Commerce de Paris a renouvelé la période d'observation pour une durée de 6 mois, expirant le **25 mars 2010**.
- (E) En application des dispositions de l'article L. 626-2 du Code de commerce, le présent projet de plan de sauvegarde (le "**Projet**"), préparé par OPG avec l'aide de l'Administrateur Judiciaire, expose :
- les perspectives et les modalités de redressement de la Société (1),
  - les modalités de règlement du passif (2), et
  - le niveau et les perspectives d'emploi (3).

Lorsqu'il aura été arrêté par le Tribunal de Commerce de Paris, le Projet deviendra le plan de sauvegarde (le "**Plan de Sauvegarde**") qui sera exécuté sous le contrôle du Tribunal de Commerce de Paris et du commissaire à l'exécution du plan désigné à cet effet.

## **1. PRESENTATION GENERALE DU PROJET**

### **1.1 Présentation du Groupe ORCO et de la Société OPG**

#### **1.1.1 Historique**

A Paris en 1991 après la chute du mur de Berlin, Jean-François Ott décide de créer ORCO (Ott & Rouchaud Company). La Société achète et rénove son premier immeuble à Prague, République Tchèque, en 1991-1992.

La Société et ses filiales (le "**Groupe**" ou "**ORCO**") développent leurs investissements et leurs opérations de promotion à Prague dans les années 90, avec un siège social luxembourgeois. ORCO se concentre sur la rénovation d'immeubles situés à des emplacements de qualité, pour les louer à des sociétés multinationales. ORCO a poursuivi cette stratégie jusqu'à aujourd'hui.

En 2000, OPG s'introduit à la bourse de Paris (Second Marché), et développe ses opérations en Europe centrale, en reproduisant le modèle qui a fait son succès à Prague.

En 2003, le Groupe se développe en Allemagne via sa filiale Orco Germany ("**OG**"), et en 2005 et 2007, OPG fait l'objet de cotations secondaires sur les bourses de Prague, puis Budapest et Varsovie, tandis qu'OG est cotée à Francfort.

De 2000 à 2007, OPG a réalisé des augmentations de capital représentant un total de 430 millions € sur ces différentes places.

En 2008, OPG renforce son siège opérationnel à Paris en y localisant la majeure partie de l'équipe de management, en particulier Monsieur Ott, Président Directeur Général, Monsieur Tommasini, Directeur Général Délégué et Directeur financier et Monsieur Lindsay, alors Directeur des opérations et responsable de la branche hôtelière du Groupe.

### 1.1.2 Activité

Le Groupe ORCO est un investisseur et promoteur immobilier présent sur les marchés d'Europe centrale.

Il s'appuie sur une présence locale forte sur ses principaux marchés que sont Prague, Berlin, Varsovie et Budapest. Le Groupe est également présent avec des antennes à Bratislava, Moscou et Hvar (Croatie).

#### (a) Foncière commerciale

Le premier métier du Groupe est l'investissement immobilier. Il s'agit pour ORCO :

- soit de racheter des actifs immobiliers à potentiel que le Groupe va restructurer grâce à ses équipes locales de gestion de projets et de gestion d'actifs,
- soit de garder en portefeuille les actifs de bureaux ou commerciaux développés par son activité de promotion.

Le Groupe détient ainsi un portefeuille d'actifs loués ou en développement de bureaux, de commerces, d'hôtels, et de logistique valorisé à 1,44 milliard d'Euros sur un portefeuille total valorisé à 1,83 milliard d'Euros au 30/06/2009.

La stratégie du Groupe suppose une rotation du portefeuille consistant à vendre les actifs mûrs pour réinvestir dans des actifs à potentiel. La crise des derniers 18 mois, qui a gelé le marché des transactions immobilières commerciales, n'a pas permis cette rotation.

#### (b) Promotion

L'activité de promotion immobilière recouvre :

- le développement de bureaux et d'immeubles de commerce qui sont soit vendus soit gardés en portefeuille,
- la promotion résidentielle.

ORCO est un des leaders de la promotion résidentielle en République Tchèque et en Pologne. Le Groupe a construit 5.000 appartements sur les 10 dernières années et achevé 178 projets. Le Groupe ORCO bénéficie d'importantes réserves foncières à même d'assurer l'activité du Groupe sur les prochaines années.

La forte présence des équipes du Groupe ORCO dans les capitales d'Europe Centrale constitue l'un de ses atouts majeurs.

La crise des derniers 18 mois, qui a gelé le marché des transactions immobilières commerciales, n'a pas permis la vente des nouveaux produits finis. La crise du financement bancaire a par ailleurs affecté leur refinancement, ces projets étant généralement financés avec une échéance proche de la date de livraison attendue.

Le marché des ventes résidentielles, dépendant de conditions de crédit hypothécaire durcies, a par ailleurs fortement ralenti en 2008 sur les marchés du groupe, et en particulier en Pologne.

### 1.1.3 Chiffres clés

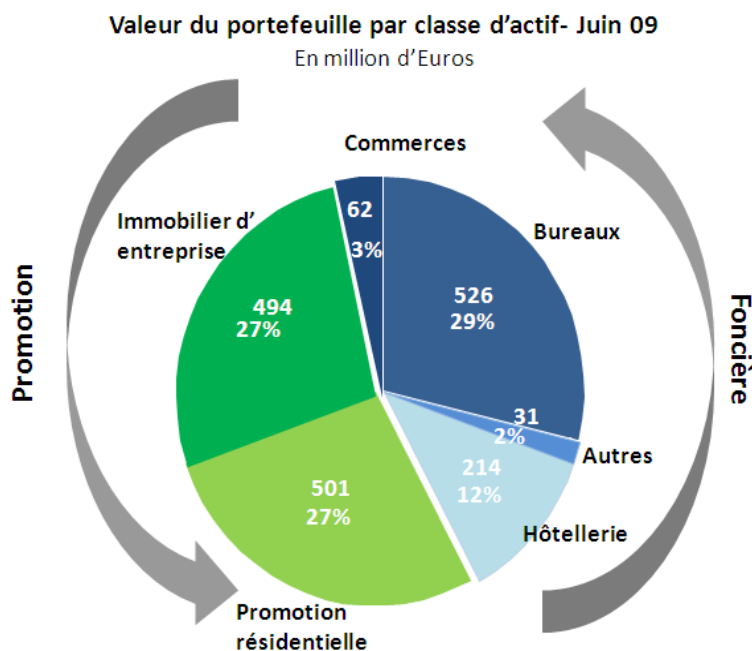
Les résultats du Groupe ORCO sont principalement marqués par (i) un contexte de marché défavorable entraînant une baisse générale des valeurs d'expertise, et (ii) les conséquences particulières du gel de certains projets phares.

Les activités « cœurs de cible » du Groupe demeurent solides ainsi qu'en témoignent la stabilité des revenus locatifs et la résistance de l'activité de promotion résidentielle à Prague.

- Le portefeuille immobilier du Groupe ORCO est valorisé à hauteur d'EUR 1,83 milliard au 30 juin 2009 enregistrant une baisse de 12% (à périmètre égal) comparé à décembre 2008 (EUR 2,13 milliards). Comme mentionné ci-dessus, cette baisse de valeur est principalement due aux corrections de valeur consécutives à la crise actuelle et aux conséquences du gel de certains projets.
- La Valeur d'actif net par action s'élève à EUR 15,0 au 30 juin 2009 contre EUR 42,5 à décembre 2008.
- Le chiffre d'affaires consolidé au 30 septembre 2009 s'élève à EUR 186,38 millions et se répartit comme suit :

Activités	Montants en millions d'Euros
Promotion	92.001
Foncière	73.315
Hôtellerie	23.667
Gestion pour compte de tiers	6.490
Éliminations intra-Groupe	(8.630)
<b>Total</b>	<b>186.843</b>

**Répartition de la valeur du portefeuille consolidé par type d'activité  
30 juin 2009 (en millions d'Euro)**



- Le chiffre d'affaires consolidé prévisionnel pour 2009 est estimé à environ EUR 250 millions ce qui représenterait une baisse de 16% par rapport à 2008. Cette évolution résulte principalement de l'arrêt des développements résidentiels en Allemagne et en Hongrie. Les revenus de la foncière sont attendus comme stables malgré quelques ventes d'actifs.
- Le résultat d'exploitation ajusté avant intérêts, amortissements et remboursements de prêts («EBITDA ajusté») s'élève à EUR 23,3 millions au 30 septembre 2009 contre EUR 33,1 millions au 30 septembre 2008, mais double par rapport au 30 juin 2009 (EUR 11,4 millions). En effet, le troisième trimestre affiche une augmentation significative de l'EBITDA comparé au deuxième trimestre (EUR 11,9 millions contre EUR 1,9 million pour le deuxième trimestre 2009).
- La marge opérationnelle du Groupe s'améliore sensiblement en raison du programme de réduction de coûts effectif en 2009 : salaires et traitements en baisse de 24% et frais de fonctionnement en baisse de 20 %. Le 3<sup>e</sup> trimestre traduit des résultats encourageants, avec un résultat opérationnel qui permettrait de couvrir les intérêts de la dette.
- Le résultat net au 30 septembre 2009 (part du Groupe) affiche une perte d'EUR 201,218 millions principalement en raison de la baisse des valeurs



d'expertise du portefeuille de l'ordre d'EUR 252,2 millions enregistrée en juin 2009.

- La trésorerie du Groupe ORCO s'élève à EUR 68,78 millions au 30 septembre 2009.
- Le ratio d'endettement consolidé sur la valeur totale de l'actif au 30 juin 2009 s'élève à 79,9% contre 67,2% à fin décembre 2008. Cette augmentation est principalement due à la baisse des valeurs d'expertise du portefeuille.
- La valeur bilancielle totale au 30 septembre 2009 s'élève à EUR 2,16 milliards comparée à EUR 2,464 milliards à la fin décembre 2008.

Le Groupe compte plus de 1996 salariés à décembre 2009 de quinze nationalités différentes, en comptant les filiales de gestion hôtelière (1 090 employés) et logistique (865 employés).

#### **1.1.4 Structure du Groupe ORCO**

OPG est la Société faitière du Groupe ORCO. Elle gère depuis Paris les 184 Sociétés opérationnelles, employant les équipes, et immobilières, qui composent le Groupe ORCO et détient :

- des participations directes (100%) dans des filiales locales situées en Europe Centrale (République Tchèque, Pologne, Hongrie, Slovaquie, etc.) et intégrées en termes de management,
- des participations majoritaires dans des Groupes cotés comme ORCO Germany (avec un partenariat établi avec MSREF V, un Fonds Immobilier géré par Morgan Stanley) et Suncani Hvar en Croatie (en partenariat avec le Fond de Privatisation Croate),
- des participations aux côtés de partenaires dans MaMaison Hotels & Apartments (filiale hôtelière détenue à parité avec AIG) ou de grands projets de développement (Kosik avec General Electric, Molcom en Russie avec le Groupe Akopyan).

OPG est également investi dans cinq projets de développement résidentiel (Zlota 44, Jozefoslaw, Szczecin, Praga, Benice) conjointement avec Endurance Fund, fonds dont elle est le sponsor.

L'objet d'OPG consiste principalement à assurer la gestion stratégique de l'ensemble du portefeuille immobilier et à fournir des financements par l'octroi de fonds propres et de prêts à ses filiales détenant les actifs immobiliers.

Ses ressources récurrentes sont donc les commissions de gestion, dividendes et intérêts qui lui sont versés au titre de ses participations dans ses filiales. Ces dividendes et intérêts lui sont versés par les filiales grâce aux profits qu'elles réalisent dans le cadre de leurs activités, qui eux mêmes dépendent des loyers perçus au titre de leur activité locative et, pour une part importante, de la vente des actifs au titre de l'activité de promotion immobilière. Elle reçoit aussi les produits de cession de ses participations.

Les projets immobiliers sont financés pour partie par OPG, et pour partie par recours à l'emprunt bancaire, grâce à 15 ans de rapports de confiance développés par les dirigeants d'OPG avec les banques locales. OPG peut être amenée à garantir certains engagements de ses filiales à l'égard d'établissements bancaires.

Pour être en mesure d'assurer sa part dans le financement de l'activité de ses filiales, OPG a levé des fonds par le biais d'émissions obligataires.

## 1.2 Origines des difficultés

### 1.2.1 Un environnement très fortement dégradé depuis 2008

L'environnement dans lequel évoluent la Société et ses filiales s'est fortement dégradé depuis le début de l'année 2008, dégradation qui s'est fortement accélérée après le second semestre 2008 :

- la crise des subprimes aux Etats-Unis a entraîné une défiance croissante à l'égard du secteur immobilier. Les sources de financement bancaires et de marché se sont fermées aux entreprises actives dans ce secteur et en particulier pour ORCO<sup>1</sup>,
- la dégradation de la situation bilancielle des banques a conduit certaines d'entre elles à ne pas respecter des engagements signés<sup>2</sup>. De plus, l'accès à de nouveaux prêts bancaires est extrêmement réduit<sup>3</sup>;
- la rareté du crédit pèse sur la demande immobilière privée (appartements) et institutionnelle (immobilier commercial), ces marchés étant gelés depuis la fin du premier semestre 2008, entraînant une baisse des valeurs et l'incapacité d'ORCO à vendre ses actifs et à renouveler son portefeuille.

OPG fait également face aux difficultés macro économiques majeures que rencontrent les marchés émergents, et en particulier la Russie et la Hongrie

<sup>1</sup> A titre d'exemple, l'augmentation de capital de la filiale Suncani Hvar devant être réalisée sur la bourse de Zagreb en mai 2008 a finalement été annulée.

<sup>2</sup> Ainsi en est-il du refinancement à hauteur de 36 millions d'euros initialement accordé pour le portefeuille hôtelier MaMaison.

<sup>3</sup> Aucun engagement significatif n'a été signé depuis août 2008.

(dépréciation, gel du crédit, etc.). En règle générale, l'Europe Centrale et Orientale a été plus fortement affectée par la crise que l'Europe de l'Ouest.

A cet égard le premier semestre de l'année 2009 s'est caractérisé par une contraction extrêmement violente dont les caractéristiques principales ont été :

- un blocage complet des marchés sur lesquels le Groupe évolue, rendant impossible des cessions « normales » d'actifs (promotion ou foncière « mature »),
- le gel du crédit bancaire compromettant la renégociation des crédits en cours ou le financement d'acquisitions de biens immobiliers,
- les difficultés de partenaires institutionnels d'ORCO tels que AIG ou Morgan Stanley, interdisant leur contribution au pro rata des besoins des filiales communes;
- la fermeture des marchés financiers à de nouvelles émissions, que ce soit pour OPG ou ses filiales (en particulier l'augmentation de capital de Suncani Hvar prévue en mai 2008).

Parmi les événements majeurs ayant précédé l'ouverture de la procédure de sauvegarde et liés à la dégradation brutale et inattendue de la conjoncture économique, figurent :

- la demande de remboursement anticipé d'une des émissions d'obligations au nominal de 1,4 milliard de couronnes Tchèques<sup>4</sup>, dont 1,1 milliard de couronnes Tchèques<sup>5</sup> ont déjà été remboursés mi 2008,
- le défaut de réalisation de la principale cession d'actifs et d'apport de fonds propres qui devait être conclue début mars 2009 avec la Société COFIS (rentrée de trésorerie attendue d'environ 50 millions d'euros) ;
- le défaut des remboursements de comptes courants accordés par OPG à ses filiales. De surcroît, OPG a dû augmenter les comptes courants de certaines de ses filiales sans intervention de ses co-investisseurs (activité dans l'hôtellerie, en Allemagne et en Russie)<sup>6</sup>.

Tous ces éléments ont fortement réduit les entrées de trésorerie, compromettant le respect des délais de paiement de la dette et le financement des investissements initialement prévus.

La structurelle originelle de financement du Groupe, en particulier obligataire, a donc été mise à mal et un décalage entre le passif – dont les échéances sont fixes – et

---

<sup>4</sup> Environ 50 millions d'euros.

<sup>5</sup> Environ 41 millions d'euros.

<sup>6</sup> L'ensemble représente environ 100 millions d'euros.

l'actif - dont la génération de revenus a pris du retard – a été mis à jour. C'est pour remédier à ce décalage que le groupe a sollicité l'ouverture d'une procédure de sauvegarde afin de disposer du temps nécessaire pour adapter la structure du bilan aux nouvelles conditions de marché.

### **1.2.2 La crise internationale a conduit à adapter la stratégie d'expansion et les projets à long terme qui ont fait le succès du Groupe**

Depuis l'introduction en bourse d'OPG en 2000, le Groupe a connu une forte croissance qui reposait sur des projets à cycle long, fortement créateurs de valeur mais consommateurs de fonds propres et de financements. L'objectif stratégique de la Société était de doubler la taille de sa foncière en développant pour compte propre un portefeuille d'actifs commerciaux.

#### **(a) Une réserve foncière importante**

Durant les années précédant 2008, ORCO a lancé des grands projets de promotion ou d'aménagement, comme Bubny, Leipziger Platz, Zlota ou Vaci, qui ont fortement pesé sur sa trésorerie et ne produisent pas de revenus nets pendant plusieurs années, mais ils ont un potentiel de rendement très important une fois arrivés à maturité. En effet, ces projets se caractérisent par une durée de développement plus longue que les opérations de promotion immobilière classiques.

Ces projets sont plus vulnérables face à la crise que des immeubles de rendement ou des projets à cycle de développement plus court, qui peuvent plus facilement s'ajuster aux aléas des marchés. Ainsi les valeurs de la réserve foncière ont plus fortement chuté que les valeurs d'immeubles de rendement.

L'importante réserve foncière d'Orco (qui représentait plus du quart de la valeur totale d'actifs lors de l'entrée en sauvegarde) ne génère pas de revenus immédiats, et son développement a été retardé par la crise. Le management estime à 3 à 5 ans le décalage de développement des grands projets (Bubny, Leipziger, Zlota, Vaci, etc.), correspondant en cela à la durée normale d'un cycle de développement. Cette réserve foncière ayant été largement financée par de la dette obligataire, dont les échéances principales se situent en 2013-2014, le rééchelonnement de cette dette pour l'adapter au nouveau cycle est un enjeu essentiel de la restructuration du groupe.

Cependant, l'existence de cette réserve foncière constitue aujourd'hui un atout majeur pour la sauvegarde du Groupe, et un levier de croissance puisque le Groupe bénéficie d'une visibilité beaucoup plus importante sur son « business plan » prévisionnel qu'un développeur ayant à constituer 'ex nihilo' les réserves foncières.

## (b) Une forte diversification géographique

Le modèle économique d'ORCO était jusqu'à la crise basé sur la reproduction dans différentes villes d'Europe Centrale, jusqu'à Moscou, du modèle ayant fait le succès du Groupe à Prague. OPG était donc marquée par une très importante décentralisation.

En outre, OPG a mené une stratégie de diversification dans des activités telles que les métiers de gestion : gestion immobilière, hôtelière, gestion d'actifs, logistique, etc.

Bien que cette diversification ait généré une forte création de la valeur, avant la crise internationale ayant frappé le secteur, elle s'est avérée particulièrement difficile à contrôler par le siège, notamment en termes de flux financiers, et coûteuse à gérer sur le plan technique.

La restructuration mise en œuvre courant 2009, décrite au chapitre 3, a d'ores et déjà mis en place un mode d'organisation profondément différent.

### **1.3 Perspectives de redressement : les principaux leviers de la restructuration envisagée**

#### **1.3.1 Adapter la structure de bilan aux décalages des cycles de l'immobilier (cf Annexe 2)**

Les métiers de l'immobilier se caractérisent par une forte cyclicité, typiquement sur des périodes longues d'environ 12 à 15 ans. L'immobilier européen a subi des périodes baissières violentes et relativement courtes (2 à 5 ans) au milieu des années 70 et début des années 90, suivies par des cycles de croissance longs.

Ainsi les marchés immobiliers mondiaux ont subi une secousse violente à partir de 2007 (Etats-Unis et Grande Bretagne), mi 2008 (France ou Allemagne) ou du 2<sup>ème</sup> semestre 2008 (Europe Centrale) marquée par une forte baisse des prix et des transactions.

Dès fin 2009, les marchés immobiliers se redressent dans les pays anglo-saxons, et se stabilisent en France et en Allemagne. Ce dernier pays voit en effet ses transactions immobilières rebondir depuis quelques mois avec la reprise des financements eux-mêmes liés à la renaissance du marché des obligations foncières (« *Pfandbriefe* »).

L'Europe Centrale subit un léger décalage avec une stabilisation qui se dessine au 1<sup>er</sup> semestre 2010. Cette reprise d'abord lente devrait s'accélérer très progressivement au cours de la décennie.

La procédure de sauvegarde a sans aucun doute permis au Groupe d'éviter de devoir procéder à des ventes forcées d'actifs dans des conditions très dégradées au point critique de la crise en 2009, sachant que la liquidité a repris à des degrés divers sur ses différents marchés. La Sauvegarde a également permis de gérer le décalage existant entre les cycles macro-économiques d'Europe Centrale et ceux d'Europe de l'Ouest.

L'activité de promotion immobilière d'ORCO s'inscrit typiquement dans un cycle de production de 4 à 5 ans, variant en fonction de la nature de la réserve foncière (acquisition et affectation du terrain), de la complexité du développement (permis de construire et construction) et de la demande initiale (pré locations ou pré ventes). Les 10 ans de durée du plan permettent ainsi de réinvestir sur un 2<sup>ème</sup> cycle d'investissement les capitaux propres initiaux.

L'activité de foncière « dynamique » suppose une restructuration à la fois des actifs existants et de leur gestion (commercialisation, coûts, etc.) qui s'engage également sur des cycles de 3 à 5 ans.

L'objectif principal de la Société est d'adapter sa structure d'endettement - en termes de maturité – aux différents cycles que la crise a bouleversés. Il s'agit maintenant pour la Société d'adapter sa structure financière et de remboursement afin de faire coïncider :

- des cycles externes de marché immobilier, longs,
- des cycles internes de développements immobiliers, qui s'effectuent sur le moyen terme.

### 1.3.2 S'appuyer sur les principaux avantages concurrentiels d'ORCO

- **un avantage structurel et organisationnel** grâce à des équipes locales compétentes et expérimentées, notamment dans la gestion de projets. Présent depuis 18 ans en Europe Centrale, le Groupe a mené à leur terme environ 180 projets résidentiels, commerciaux et hôteliers démontrant par là sa capacité à obtenir des permis et à gérer les relations avec toutes les parties prenantes (constructeurs, autorités, banquiers, « stakeholders »). Le Groupe est donc un acteur opérationnel de long terme localement implanté.
- **un positionnement géographique porteur.** L'Europe Centrale est caractérisée par un besoin fondamental d'équipement immobilier des

ménages et des entreprises de nature à alimenter la demande à long terme de biens immobiliers. En effet, le stock de biens immobiliers résidentiels existant, issu de la période communiste, se révèle inadapté aux nouvelles caractéristiques de la demande, liées à l'amélioration du niveau de vie dans ces pays. Ainsi en Pologne seul 12% du stock de logements est postérieur à 1990. De même, s'agissant de l'immobilier de bureaux, le ratio de bureaux par habitant dans les capitales d'Europe Centrale est en moyenne de deux à quatre fois inférieur à celui des capitales d'Europe de l'Ouest, ce qui souligne là encore un important potentiel de croissance pour un Groupe comme ORCO.

- **une importante réserve foncière** qui évite dans le futur les coûts directs et d'opportunité de constitution et permet de gagner du temps en termes d'obtention de permis et de réactivité offre-demande. Bubny, terrain de 27 ha au cœur de Prague, recèle notamment le potentiel de création de valeur le plus important à long terme du Groupe. A la fois projet immobilier et urbanistique, Bubny pourrait développer à terme une surface totale d'environ 1.1 million de m<sup>2</sup>.
- **une solide assise d'immobilier de rendement** en particulier au travers du portefeuille berlinois et notamment le portefeuille de GSG de 818,500 m<sup>2</sup>. Portefeuille présentement au milieu de son cycle de valorisation, il apporte la taille critique, la plateforme, l'expérience et la base de clients nécessaires au développement de l'activité foncière.
- **un ensemble d'immeubles parvenu à maturité pour la vente** (ou en passe de l'être dans un délai relativement court) qui permet de dégager les liquidités nécessaires au financement des « nouvelles activités » et à l'allocation optimale du capital là où le Groupe est le plus à même d'obtenir les meilleurs rendements.

### 1.3.3 Le plan de restructuration

Composante déterminante du processus de réorganisation global du Groupe, le projet de restructuration financière s'appuie essentiellement sur le rééchelonnement du remboursement des obligations émises par OPG. Ce rééchelonnement permettra à OPG de dégager la capacité d'investissement propre à poursuivre – aux termes des différents cycles – la création de valeur nécessaire au remboursement total des créanciers.

Le plan d'affaires de la Société repose donc sur le maintien d'une capacité d'investissement générant – avec un décalage – les flux de capitaux qui assureront, à eux seuls, l'apurement du passif. Cette capacité d'investissement est constituée par :

- les revenus nets récurrents des activités de la foncière,
- la marge des opérations de promotion résidentielles et commerciales,
- la vente des actifs mûrs de la foncière,
- le remboursement des fonds prêtés par OPG à ses partenaires (AIG, GE, Molcom...) et la collecte de dividendes (Orco Germany, Molcom...).

Cette capacité d'investissement pourra éventuellement être renforcée par des apports de capitaux qui n'ont pas été inclus dans le plan d'affaires :

- augmentation de capital auprès d'un ou plusieurs investisseur(s) extérieur(s) et/ou des actionnaires existants, ORCO bénéficiant d'une expérience forte de levée de capitaux en bourse,
- exercice de bons de souscriptions d'actions existants qu'il soit spontané ou déclenché par la Société.

Il faut souligner que compte tenu de l'amélioration des conditions de gestion et en particulier de :

- la croissance des revenus locatifs et de la relative tenue des ventes résidentielles signées depuis juin 2009 dans les marchés cœur,
- la capacité de l'équipe de direction à préserver un partenariat avec les banques locales, permettant de terminer ou 'dégeler' un certain nombre de projets, et d'éviter les ventes forcées d'actifs,
- l'amélioration nette du contexte économique et financier depuis la fin 2009, tout particulièrement en Allemagne, il est apparu au 2<sup>nd</sup> semestre 2009 qu'ORCO ne ferait pas face à un problème de liquidités à court terme et que l'entrée d'un investisseur n'était pas un élément nécessaire au succès du plan.

Le Groupe a également pu préserver dans son portefeuille un certain nombre d'actifs initialement 'fragilisés' en termes de financement, maintenir ou reprendre l'investissement dans les développements existants, tout en reconstituant progressivement les réserves de liquidités du Groupe.

Ainsi le Groupe a-t-il révisé dans son plan d'affaires un certain nombre d'hypothèses initiales trop conservatrices en terme d'exercice de garanties bancaires ou de vente d'actifs à court terme.

Les principales lignes directrices de la stratégie mise en place par OPG, consistent, sur ces bases, à générer une capacité d'investissement à court et moyen terme permettant la création et la matérialisation de valeur à long terme nécessaire à l'apurement du passif.



Le Plan a principalement pour objectif de permettre à la Société :

- à court terme, d'achever des projets identifiés comme rentables de façon à générer rapidement de la trésorerie ;
- à court et moyen terme, de profiter du dégel progressif des marchés immobiliers institutionnels pour vendre des actifs non stratégiques ou mûrs, en particulier en Allemagne, et procéder aux investissements nécessaires à la création et la réalisation de valeur en fin de Plan ;
- de continuer à se recentrer sur les activités clés que sont la foncière et la promotion en privilégiant :
  - pour la foncière, le renforcement du positionnement dynamique c'est à dire l'investissement dans les actifs existants et de nouveaux projets nécessitant des compétences locales de redéveloppement et de gestion d'actifs;
  - pour l'activité de développement, l'appui sur les réserves foncières existantes (à condition d'atteindre les taux de prévente ou de pré location adéquats) ;
- de poursuivre le désengagement progressif des activités et des régions géographiques non clés (secteur de la logistique en Russie et secteur de l'hôtellerie);
- de continuer à simplifier la structure du Groupe et rationaliser sa gouvernance.

## **2. DESCRIPTIF DU VOLET INDUSTRIEL DE LA REORGANISATION DE L'ENTREPRISE**

Avant même la restructuration financière d'OPG, décrite au chapitre 3 ci-après, l'équipe dirigeante a engagé la Société dans une restructuration, tant stratégique et organisationnelle que financière, du Groupe ORCO.

### **2.1 Recentrage stratégique et organisationnel du Groupe**

La procédure de sauvegarde a contraint la Société à sélectionner et classer les actifs à conserver, en fonction de critères stricts et selon une étude de rentabilité et non en fonction des impératifs de liquidité du Groupe, ce qui l'a protégé de ventes précipitées à prix décotés qui auraient provoqué des pertes de valeur importantes.

Les activités non stratégiques d'Orco ont été identifiées : ce sont la foncière résidentielle (et l'activité liée de location d'immobilier), dont la plupart des actifs ont été vendus à ce jour, la gestion immobilière (property management), activité vendue

en 2009, la gestion logistique et la gestion hôtelière, en cours de restructuration. Le Groupe a également décidé de ne pas développer sa plateforme 'Endurance' de gestion d'actifs pour compte de tiers. Toutes ces activités, ainsi que d'autres fonctions 'support' comme la gestion informatique pourraient être cédées sur les prochaines années.

La stratégie du Groupe consiste à se concentrer sur son cœur de métier en termes d'activités et de zones géographiques. Elle a abouti à une réorganisation par lignes de métiers.

### **2.1.1 Recentrage sur la foncière commerciale**

Le Groupe ORCO a développé une importante activité de détention d'immeubles de bureaux et commerciaux qu'il loue à de grandes multinationales (Exxon Mobil, KMPG, Mc Kinsey, Lovells, Estee Lauder, Honeywell, RFE/RL, etc.).

La stratégie pour cette activité est celle d'une foncière dynamique pour des actifs à fort potentiel de création de valeur ajoutée tel que le portefeuille GSG à Berlin. Il s'agit d'investir ou de réinvestir dans des actifs sous-performants et sous-valorisés en restructurant le produit (changement de positionnement<sup>7</sup> ou rénovation) et la politique de gestion (stratégie de commercialisation en particulier). Une fois les actifs « mûrs » (i.e avec peu de potentiel de création de valeur), la Société procède à leur arbitrage auprès d'investisseurs ayant un profil institutionnel.

Ainsi, environ la moitié des actifs du Groupe au 30 juin 2009 sont des propriétés génératrices de revenus locatifs récurrents, ce qui permet d'assurer la stabilité du Groupe en lui assurant une certaine visibilité sur ses flux de trésorerie à venir.

En 2009, poursuivant sa politique de gestion d'actifs dynamique, la direction du groupe est parvenue à préserver l'évolution positive des revenus de la Société, à périmètre constant,

La Société maintient en l'état son activité de foncière hôtelière avec ses participations dans les portefeuilles d'hôtels 'MaMaison', qu'elle a créée puis partiellement vendue en Europe Centrale (participation de 44%) et Suncani Hvar en Croatie (55%). Il est prévu à moyen terme la vente des actifs ne correspondant plus à la stratégie du Groupe.

---

<sup>7</sup> Par exemple, repositionnement d'un immeuble de bureau en activité médicale, ou reconditionnement de grands plateaux en plus petits espaces

### **2.1.2 Recentrage sur la promotion résidentielle et la promotion commerciale, en s'appuyant sur la réserve foncière existante**

L'activité de promotion immobilière, qui consiste à acquérir des terrains, à les valoriser en construisant ou rénovant des immeubles, afin de les revendre, est le cœur de métier d'OPG, sur lequel la Société a basé son succès.

Le Groupe ORCO bénéficie en ce domaine d'une expérience importante acquise au fil de ses nombreux succès, que reflètent les éléments suivants :

- 18 années de présence sur le marché,
- 178 projets terminés et livrés,
- 5.000 appartements vendus en 10 ans,
- 250 permis de construire obtenus depuis 1991,
- près de 2,5 milliards d'euros d'investissement dans le secteur depuis 1991,
- un portefeuille d'actifs valorisé à 1,8 milliards d'euros après l'impact de la crise.

Le besoin d'immobilier à la fois résidentiel et de bureaux restant très fort en Europe Centrale du fait de l'inadéquation du stock existant (renouvelé seulement à hauteur de 12% depuis 1990) avec la demande, il recèle un potentiel de création de valeur extrêmement important que le Groupe ORCO est en mesure d'exploiter.

Sur le segment résidentiel, l'activité s'est globalement maintenue durant la crise, avec un taux de prévente en baisse, mais un stock d'invendus constant, soulignant à la fois la résilience du marché et la qualité des produits ORCO. Les ventes ont été supérieures aux prévisions réalisées au début de la période de sauvegarde. Sur le segment commerce et bureaux, la faiblesse de la demande locative n'a pas permis d'atteindre les taux d'occupation nécessaires à la vente, allongeant le cycle du produit.

L'activité de promotion demeure une activité importante pour ORCO du fait d'une génération de liquidité importante. Elle nécessite cependant d'être financée régulièrement, ce qui impose à OPG de réinvestir une partie de la valeur créée par cette activité dans de nouveaux projets, qui produisent des liquidités sur une période de 3 à 5 ans, de façon à assurer un renouvellement constant de ce potentiel de création de valeur.

En conclusion cette activité du Groupe bénéficie de 3 avantages comparatifs majeurs :

- 1) une très forte implantation locale (équipes, réputation etc.) et un historique exceptionnel qui font d'ORCO une marque leader sur ses marchés cœur,
- 2) une large réserve foncière en portefeuille, comprenant notamment des actifs à très fort potentiel tels que le terrain "Bubny" (27 hectares en plein centre de Prague),
- 3) la confiance renouvelée de ses banques sur cette activité.

### **2.1.3 Recentrage géographique**

La direction d'ORCO a d'ores et déjà considérablement réduit son implantation géographique, fermant plus d'une dizaine de bureaux en Europe Centrale et en Allemagne en un an, en particulier dans les villes secondaires où ORCO n'atteignait pas une taille critique, pour se concentrer dans quelques villes clés.

Pour la foncière, ORCO concentre ses activités à Prague et à Berlin où la Société a déjà fait ses preuves en matière de création de valeur. Budapest et Varsovie sont conservés en tant que centres secondaires. Enfin à Moscou, le Groupe vise une sortie progressive sur 3 ans.

La direction du Groupe a entrepris de resserrer fortement l'activité de promotion résidentielle autour des marchés clés d'ORCO: Prague et Varsovie. La demande sous-jacente reste – en effet – forte dans ces villes, tandis que la sortie de plusieurs acteurs devrait entraîner la diminution de l'offre et de la concurrence.

L'activité de promotion de bureaux et commerces se concentrera sur les marchés de Prague, Varsovie et Budapest.

### **2.1.4 Intégration d'Orco Germany S.A. (« OG ») à OPG**

La restructuration accomplie décrite ci-dessus a eu pour effet de concentrer l'activité du Groupe sur sa foncière commerciale, majoritairement située à Berlin, compte tenu de l'importance du portefeuille « GSG ».

De ce fait, OPG a ainsi pour priorité stratégique à moyen terme l'intégration complète d'OG dans OPG. La 1<sup>ère</sup> étape de ce processus consiste à intégrer en capital le compte courant d'OPG dans OG, et ainsi d'augmenter la participation d'OPG dans OG de 57% à 65%. Une offre aux actionnaires minoritaires est à l'étude.

Par ailleurs, OPG pourrait également étudier la pertinence d'une négociation sur une restructuration des obligations OG<sup>8</sup> ou d'une conversion de ces obligations en actions OPG, ce qui pourrait diminuer la dette globale du Groupe..

### **2.1.5 Réorganisation du Groupe par métiers**

La décision stratégique de se concentrer sur quelques métiers et quelques villes a conduit la direction du Groupe à entamer une réorganisation opérationnelle profonde par métiers, et non plus par pays. Cette réorganisation vise à améliorer la gestion de la rentabilité de chaque activité par 'spécialisation', mais également une réduction importante des coûts par élimination des duplications de fonctions dans chaque pays et centralisation en 1 siège opérationnel unique par métier.

## **2.2 Une restructuration financière profonde courant 2009**

### **2.2.1 Une organisation axée sur la centralisation de la trésorerie**

Une nouvelle organisation financière a été mise en place à Paris, sous la direction de Nicolas Tommasini. Elle renforce le contrôle d'OPG sur la trésorerie du Groupe qui est désormais gérée « du haut vers le bas » et de manière centralisée. L'accent est placé sur les besoins de trésorerie d'OPG et sur la remontée d'informations financières provenant des filiales contrôlées à 100% ou en partenariat, ainsi que sur la récupération du capital et des intérêts des sommes prêtées en comptes courants.

Le maintien de la valeur cible désormais OPG qui contrôle et hiérarchise les besoins de financement des filiales et des entreprises.

La mise en place de ce processus a favorisé le suivi et l'approbation des flux financiers par l'Administrateur Judiciaire pendant toute la durée de la procédure de sauvegarde.

### **2.2.2 Sélection rigoureuse des projets d'investissement**

**La direction du Groupe a très fortement réduit la trésorerie allouée aux investissements par le biais d'une** hiérarchisation des affectations de trésorerie, qui va de pair avec une plus grande sélection des projets immobiliers à financer.

Cet effort s'est traduit par une baisse des montants investis de EUR 630 millions initialement budgétés à EUR 144 millions en 2009. Les programmes de

---

<sup>8</sup> OG a émis en mai 2007 une obligation d'un nominal de 100 millions €, échéance 30 mai 2012.

développement les plus avancés, notamment pré-loués ou pré-vendus, ont été poursuivis en priorité car générant rapidement des flux de trésorerie positifs.

Des programmes ont pu être redémarrés ou finalisés grâce à la contribution exclusive de la banque (Klonowa Aleja, Sky Office), ou sa contribution accrue (Vaci 1, Paris Department Store). Par ailleurs, un certain nombre de projets sont prêts à être lancés avec le soutien des partenaires bancaires sous réserve des conditions de pré-commercialisation.

### **2.2.3 Plan de réduction des coûts drastique**

Outre les fermetures de bureaux déjà mentionnées, la direction d'OPG s'est engagée dans un plan de réduction des coûts systématique qui a déjà donné lieu à des économies de coûts à hauteur d'EUR 7,1 millions par an grâce à une réduction des effectifs.

Fin décembre 2009, sur les 1996 salariés du groupe, les activités « cœur » du Groupe (hors hôtellerie et logistique) ont réduit leurs effectifs de 724 fin 2007 à 370 employés et devraient continuer à les réduire jusqu'à 300 à fin 2010.

Les frais généraux courants (hors frais de restructuration, hors hôtellerie et logistique) sont passés de EUR 104 millions en 2008 à EUR 81 millions en 2009, l'objectif étant fixé à EUR 60 millions fin 2010.

## **2.3 Renégociation de la dette bancaire au niveau des filiales**

L'intégralité de la dette bancaire du Groupe est portée par les filiales ou sous-filiales d'OPG, afin de financer leurs projets.

Au **30 septembre 2009**, la dette bancaire globale du Groupe, contractée auprès de 33 banques, s'élevait à environ 1,103 milliards d'euros se répartissant comme suit :

- à 43% (474 millions d'euros) pour les actifs de promotion immobilière / réserve foncière,
- à 57% (629 millions d'euros) pour les actifs d'investissements, générateurs de revenus locatifs.

La direction d'OPG a entrepris avec succès, au cours de la période d'observation, un important travail de renégociation de la dette bancaire du Groupe, afin de l'adapter aux nouvelles conditions issues de la crise.

La direction du Groupe s'est d'abord appliquée à expliquer la procédure de sauvegarde à ses banques. Ainsi, le cours normal des affaires, et notamment celui des tirages sur des lignes de crédit techniquement en défaut du fait de la baisse de valorisation des actifs, a pu être maintenu, ce qui a permis aux projets de développement de suivre leur cours ou de le reprendre (par ex Vaci 1 ou Paris Department Store à Budapest).

Au total, plus du quart de l'endettement bancaire du Groupe a été renégocié depuis le début de l'année 2009 par la direction du Groupe, le plus souvent via des prorogations de maturité mais aussi via des augmentations de montant des lignes en cours (cf. ci-dessus).

Certains projets rendus difficiles par la crise ont pu être cédés ou sont en cours de cession dans des conditions acceptables car effectuées en partenariat avec les banques, comme CityGate et Stein à Bratislava ou Vysocany Gate à Prague. De manière assez exceptionnelle au regard du contexte financier et de la situation fragile de certains actifs ou filiales, aucun exercice de garantie hypothécaire ou de nantissement d'actions n'a été constaté.

Les partenaires bancaires ont ainsi affiché leur confiance dans les fondamentaux du Groupe et leur soutien au projet porté par la direction. Ce soutien devrait encore se renforcer suite à l'arrêté du plan de sauvegarde.

#### **2.4 Amélioration de la gouvernance**

Outre les mesures déjà mises en place (comptes audités depuis l'origine en 1991, portefeuille d'actifs évalué par DTZ, un expert indépendant, il convient de noter la mise en application des bonnes pratiques recommandées par l'EPRA (« *European Public Real Estate Association* », dont OPG est membre depuis 2009).

OPG a également profondément renouvelé sa structure managériale depuis 2009.

Ainsi, son conseil d'administration inclut désormais des représentants des actionnaires, des administrateurs indépendants et des professionnels du secteur immobilier.

En outre, OPG a mis en place plusieurs comités destinés à améliorer l'efficacité du management et la transparence:

- un comité d'audit dirigé par Bernard Kleiner, ayant pour mission d'améliorer la gouvernance et la transparence,
- un comité de restructuration dirigé par Alexis Juan,
- un comité des rémunérations dirigé par Robert Coucke,
- un comité d'investissement et de cessions dirigé par Silvano Pedretti.

#### **2.4. Plan d'affaires 2010 à 2020**

Le plan d'affaires a été élaboré en application de la stratégie de restructuration développée ci-dessus. Il intègre :

- la valorisation des actifs existants et de la réserve foncière et le développement de nouveaux projets de façon à assurer la création de valeur à moyen et long terme assurant ainsi un remboursement complet de la dette obligataire,
- la mise en œuvre d'une stratégie conservatrice qui stabilise le Groupe sur le socle de son activité de foncière génératrice de revenus récurrents,
- l'ajustement des maturités de financement du Groupe, principalement obligataire, aux échéances de revenus de groupe, qui ont été décalées par la crise,

Ainsi que décrit au chapitre 1.3.2, une levée de capitaux serait de nature à permettre l'acquisition de nouvelles réserves foncières, ouvrant de plus fortes perspectives de croissance pour l'activité de promotion que celles prévues dans le plan d'affaires.

La mise en œuvre du plan d'affaires se traduit par trois phases successives sur la période 2010 à 2020 :

##### **Phase 2010-2013 :**

- (i) finalisation des projets en cours et gestion dynamique des actifs non mûrs,
- (ii) vente ordonnée des actifs matures de l'activité foncière et des activités « non-cœur »,
- (iii) investissements du produit des cessions dans les lignes de métier « cœur » (pas d'acquisition de réserve foncière) afin de créer l'offre à 3-5 ans et un patrimoine foncier à valoriser;

##### **Phase 2014-2016 :**

- (i) poursuite du travail de valorisation de l'activité foncière couplée à un ralentissement des investissements,
- (ii) activité normalisée sur les opérations de promotion résidentielle et commerciale,



- (iii) investissements significatifs sur Bubny ;

**Phase 2017-2020 :**

- (i) phase de maturité/arbitrage pour la foncière,
- (ii) activité normalisée pour la promotion résidentielle et commerciale,
- (iii) investissements dans la réserve foncière limités;
- (iv) montée en puissance de Bubny : investissements significatifs, premières cessions d'actifs.

Ce plan d'affaires développé sur la base des atouts spécifiques du Groupe vise à adapter sa structure bilancielle afin de remettre en adéquation les cycles d'actif et de passif (« *Asset Liability Matching* ») :

**(i) en améliorant le profil de risque.** La surpondération de la foncière parmi les activités du Groupe permet de réduire le risque moyen du Groupe en évitant la surexposition à une seule classe d'actifs. Les promotions résidentielle et commerciale existantes sont à analyser comme pourvoyeuses de liquidités permettant de faire face aux premières échéances de remboursement sans contraindre le groupe à vendre des actifs non-mûrs et/ou à brader le stock existant. De son côté, l'activité foncière permet de renforcer la valeur du portefeuille d'actifs en face de la dette à rembourser en fin de plan et donc de sécuriser la position des créanciers ;

**(ii) en assurant une génération pérenne et flexible de revenus** fondée sur – d'une part – une assise récurrente de revenus provenant des loyers de la foncière qui doublent sur la période, d'autre part, sur une partie de revenus de développement et enfin sur des produits de cession d'actifs mûrs. La superposition de plusieurs cycles de développement 'produit' permet de lisser la courbe de revenus et d'en atténuer ainsi le caractère volatil ;

**(iii) en ajustant l'échéancier de la dette** aux cycles du produit et du marché que la crise a fortement bousculés. Le rythme de remboursement obligataire, initialement concentré à plus de 80% sur 2013 et 2014 est ainsi rééchelonné par le plan de sauvegarde.

### 3. DESCRIPTIF DU VOLET FINANCIER DE LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE D'OPG

#### 3.1 Origine et structure de la dette à l'ouverture de la sauvegarde

##### 3.1.1 Dettes à l'égard des obligataires

Entre 2005 et 2007, OPG a procédé à plusieurs émissions d'obligations cotées sur différentes places boursières (l'ensemble des obligations émises, toutes émissions confondues, étant collectivement dénommées les "**Obligations**"). Les titulaires d'Obligations (les "**Obligataires**") constituent les créanciers les plus importants d'OPG.

Le montant maximum du passif à apurer<sup>9</sup> au titre de la dette obligataire, et tenant compte de la poursuite du cours des intérêts jusqu'à la dernière échéance du Plan et dans l'hypothèse où aucune obligation ne ferait l'objet d'une quelconque conversion ou remise en paiement du prix d'exercice de bons de souscription d'actions par compensation de créances, s'élève à six cent quatorze millions deux cent soixante dix-sept mille huit-cent quarante huit euros et deux centimes (EUR 614.277.848,02).

Ces émissions d'obligations se répartissent en deux catégories dont les finalités sont très différentes selon qu'elles ont vocation ou non à conférer à leurs détenteurs accès au capital d'OPG :

- des Obligations ne donnant pas accès au capital d'OPG,
- des Obligations donnant accès au capital d'OPG, que ce soit par conversion ou sur remise en paiement du prix d'exercice de bons de souscription d'action (BSA).

<b>Nature de la dette obligataire</b>	<b>Montant en principal étant dû au 22 mars 2010</b>
Contrat d'émission obligataire en date du 18 novembre 2005	50 272 605,30 EUR
Contrat d'émission obligataire en date du 3 février 2006	300 000 000,00 CZK (10 991 024,00 EUR)
Contrat d'émission obligataire en date du 30 juin 2005	24 169 193,39 EUR
Contrat d'émission obligataire en date du 17 mai 2006	149 999 928,00 EUR
Contrat d'émission obligataire en date du 22 mars 2007	175 000 461,60 EUR

<sup>9</sup> Les montants indiqués ci-dessous sont sous réserve de la procédure de vérification des créances.

Les Obligations se répartissent comme suit entre ces deux catégories :

(a) Les Obligations ne donnant pas accès au capital d'OPG

Contrat d'émission du 6 janvier 2006 (les "**Obligations 2011**")

Obligations à taux variable

Date d'émission: 3 février 2006

Montant nominal : CZK 300.000.000,00 (EUR 10.991.024,00 selon le taux de change applicable le 25/03/2009)

Montant déclaré et non contesté: EUR 11.191.948,36

Evaluation du montant maximum à apurer sur dix ans<sup>10</sup>: EUR 16.385.454,16

Date de remboursement: 3 février 2011

Cotées sous la forme au porteur sur le second marché du "Prague Stock Exchange" (ISIN: CZ0000000195)

Représentant : N/A

Droit applicable à l'émission : droit Tchèque

Contrat d'émission du 30 juin 2005 (les "**Obligations 2012**")

Obligations échangeables en actions de la Société Suncani Hvar

Date d'émission : 30 juin 2005

Montant nominal : EUR 24.169.193,39

Montant déclaré et non contesté: EUR 29.486.415,95

Evaluation du montant maximum à apurer sur dix ans<sup>11</sup>: EUR 38.675.614,09

Date de remboursement: 30 juin 2012

Cotées sous la forme au porteur sur le marché Euro MTF de Luxembourg (ISIN : XS0223586420)

Représentant : Maître Benoît E. Diouf

Droit applicable à l'émission : droit Luxembourgeois

---

<sup>10</sup> Cette évaluation comprend le montant nominal agrégé de la souche obligataire concernée, sa prime de remboursement, ainsi que tous ses intérêts, échus ou à échoir pendant la durée du Plan dans l'hypothèse où aucune des obligations de ladite souche obligataire ne ferait l'objet d'une conversion ou d'une remise en paiement du prix d'exercice de bons de souscription d'actions par compensation de créances.

<sup>11</sup> *Ibid.* Note 10.

(b) Les Obligations donnant accès au capital d'OPGContrat d'émission du 14 novembre 2005 (les "Obligations 2010")

Obligations donnant accès au capital d'OPG sur remise en paiement du prix d'exercice de bons de souscription d'actions

Date d'émission : 18 novembre 2005

Montant nominal : EUR 50.272.605,30

Montant déclaré et non contesté: EUR 64.814.937,53

Evaluation du montant maximum à apurer sur dix ans<sup>12</sup> : EUR 83.296.221,63

Date de remboursement : 18 novembre 2010

Cotées sous la forme nominative sur le marché Eurolist d'Euronext Paris SA (ISIN: FR0010249599)

Bons de souscription d'actions, à chaque obligation étaient initialement attachés 15 bons de souscription d'actions donnant initialement chacun droit à souscrire une action OPG (les «BSA 2012 »)

Ces BSA 2012 sont cotés sur le marché d'Euronext Paris (ISIN: LU023487881)

Représentant : Mr Luc Leroi, qui succède à Mme Bertrand-Leroi

Droit applicable à l'émission : droit Luxembourgeois

Contrat d'émission du 17 mai 2006 (les "Obligations 2013")

Obligations convertibles en actions Orco Property Group

Date d'émission: 1<sup>er</sup> juin 2006

Montant nominal : EUR 149.999.928,00

Montant déclaré et non contesté: EUR 215.969.586,60

Evaluation du montant maximum à apurer sur dix ans<sup>13</sup> : EUR 223.826.390,70

Date de remboursement : 31 mai 2013

Représentant : Mr Luc Leroi, qui succède à Mme Bertrand-Leroi

Droit applicable à l'émission : droit Luxembourgeois

Contrat d'émission du 22 mars 2007 (les "Obligations 2014")

Obligations donnant accès au capital d'OPG sur remise en paiement du prix d'exercice de bons de souscription d'actions

---

<sup>12</sup> *Ibid.* Note 10.

<sup>13</sup> *Ibid.* Note 10.

Date d'émission : 28 mars 2007

Montant nominal : EUR 175.000.461,60

Montant déclaré et non contesté: EUR 232.415.301,62

Evaluation du montant maximum à apurer sur dix ans<sup>14</sup> : EUR 251.998.080,34

Date de remboursement : 28 mars 2014

Cotées sous la forme nominative sur le marché d'Euronext Bruxelles (ISIN : XS0291838992)

Bons de souscriptions d'actions : à chaque obligation étaient initialement attachés 15 bons de souscription d'actions donnant initialement chacun droit à souscrire une action OPG (les "**BSA 2014**").

Ces BSA 2014 sont cotés sous la forme nominative sur le marché d'Euronext Bruxelles et Euronext Paris (ISIN: XS0290764728).

Des unités composées d'une obligation et de cinq BSA sont cotées sous le code ISIN XS0291840626.

Représentant : Mr Luc Leroi, qui succède à Mme Brigitte Bertrand-Leroi

Droit applicable à l'émission : droit Luxembourgeois

### 3.1.2 Autres créanciers

Les créanciers hors Obligataires ayant déclaré leur créance représentent, sous réserve de leur admission au passif, un passif global déclaré de huit cent soixante-deux millions cinq cent soixante-treize mille cinq cent euros et trente-neuf centimes (EUR 862 573 500,39).

Ce passif comprend essentiellement des créanciers éventuels au titre de garanties fournies par OPG conformément à certains engagements de ses filiales, étant précisé que :

- la somme des montants déclarés à ce titre s'est trouvée mécaniquement considérablement accrue du fait des doublons de déclarations en cas de multiples sûretés garantissant un seul et même engagement, et doit donc être retraitée,
- ce passif est conditionnel : il ne se réalisera qu'en cas de défaut de remboursement de la filiale concernée, ce que le Plan aura pour effet d'éviter,
- ce passif conditionnel diminuera au fur et à mesure des remboursements effectués par les filiales ou de l'arrivée à échéance de certaines garanties.

Ce passif comprend également à titre résiduel des créanciers éventuels au titre de BSA 2014 et des créanciers intragroupes, dont les situations présentent des

---

<sup>14</sup> *Ibid.* Note 10.

particularités qui justifient un traitement spécifique dans le cadre du Plan. Enfin, le reliquat est constitué par le passif fournisseur.

(a) Créanciers au titre de garanties fournies par OPG

Les projets immobiliers sont réalisés par des filiales dédiées, lesquelles ont notamment recours à l'emprunt bancaire pour financer ces projets. OPG a été amenée à garantir certains engagements de ses filiales au titre de ces emprunts.

C'est pourquoi certains créanciers de filiales d'OPG ont déclaré au passif d'OPG leur créance au titre de la mise en œuvre éventuelle des garanties et nantissements accordés par OPG sur des titres des filiales détenus par OPG.

La liste de ces créanciers est jointe à titre indicatif en Annexe 1 Paragraphe 1. Sous réserve de leur admission au passif, ils représentent un passif global de sept-cent dix millions trois cent quarante mille cinq cent soixante-huit euros et cinquante-trois centimes (EUR 710.340.568,53).

Néanmoins, les créanciers bénéficiant de plusieurs garanties au titre d'un seul et même projet<sup>15</sup> ont déclaré pour chacune de ces garanties le montant maximal pour lequel elles peuvent être mises en œuvre sans préciser que ce montant :

- devra être diminué des sommes recouvrées au titre de l'exercice des autres sûretés accordées par OPG au titre du même projet,
- ne saurait en toute hypothèse excéder le montant du prêt restant dû par la filiale concernée.

En outre, il s'agit d'un passif éventuel dans la mesure où ces garanties ne pourraient être mises en œuvre que dans l'hypothèse d'un défaut des filiales au titre de leurs obligations envers les banques, ce que la restructuration d'OPG, notamment grâce au présent Projet, aura précisément pour effet d'éviter.

Enfin, le montant de ce passif déclaré ne reflète pas l'exposition réelle d'OPG au risque que ces garanties soient mises en œuvre, qui est bien moindre, car:

- ce risque diminue au fur et à mesure des remboursements des prêts effectués par les filiales,
- les banques bénéficient également de sûretés sur les actifs des filiales (principalement les actifs à financer), qui viendraient diminuer le montant effectivement dû par OPG en cas de mise en œuvre des garanties.

---

<sup>15</sup> Par exemple, OPG peut accorder, en garantie d'un seul prêt contracté par l'une de ses filiales, (i) une caution, (ii) un nantissement des actions de cette filiale et (iii) une lettre de confort.

(b) Créanciers au titre de BSA 2014

Les BSA 2014 émis par OPG conformément aux prospectus visés par la Commission de Surveillance du Secteur Financier les 22 mars 2007 et 22 octobre 2007 (ISIN XS0290764728), pourraient donner lieu à une créance sur la Société en cas de changement de contrôle de celle-ci.

La liste des créanciers ayant déclaré une créance éventuelle à ce titre est jointe à titre indicatif en Annexe 2 Paragraphe 2. Sous réserve de leur admission au passif, ils représentent un passif global de sept cent sept mille huit cent vingt-six euros et vingt-quatre centimes EUR 707.827.

(c) Créanciers intraGroupe

La liste de ces créanciers est jointe à titre indicatif en Annexe 2 Paragraphe 3. Ils représentent un passif global de cent cinquante-et-un million six cent quarante-six mille six cent vingt-trois euros et vingt-trois centimes (EUR 151.646.623,23). L'échéance actuelle de ces créances est postérieure à la maturité envisagée du plan.

(d) Créanciers fournisseurs

Les créanciers fournisseurs représentent un passif global de cinq cent quatre-vingt six mille trois cent huit euros et soixante-trois centimes (EUR 586.308,63).

**3.2 Rappel des propositions de restructuration soumises aux Obligataires pendant la période d'observation**

Dès la première partie de la période d'observation, la Société a eu pour objectif de construire une proposition de restructuration de sa dette obligataire en concertation avec le plus grand nombre possible d'Obligataires afin d'optimiser la probabilité d'approbation de ladite proposition. Sur une base confidentielle, la Société a donc eu des échanges avec de nombreux Obligataires, notamment dans le cadre de réunions à Londres et Paris en présence de l'Administrateur Judiciaire, en essayant de répondre au mieux aux contraintes et attentes exprimées.

Au cours de ces réunions, la Société a pris conscience de la nécessité de concilier les divergences qu'elle a perçues dans les positions des Obligataires participants.

A cette fin, la Société a élaboré une solution mixte dans l'espoir de répondre aux attentes de chacun, consistant en un échange des Obligations existantes contre :

- de nouvelles obligations convertibles,
- de nouvelles actions et
- de nouveaux bons de souscription d'actions.

Cette solution a été soumise au vote de l'assemblée générale des Obligataires qui s'est tenue le 24 septembre 2009 dans l'enceinte du Tribunal de Commerce de Paris sous la présidence de l'Administrateur Judiciaire. Au terme de longs débats la Société a été amenée à modifier en séance les termes de sa proposition pour tenter de répondre aux multiples attentes exprimées par les Obligataires, tout en restant cohérente avec les impératifs du Plan. Malgré ces efforts, la proposition présentée par la Société a été rejetée par ladite assemblée.

Suite à cette assemblée, la période d'observation a fait l'objet d'une prolongation pour une durée de 6 mois supplémentaires.

Une cause importante du rejet de la première solution proposée semblait résider dans le caractère général et contraignant de la solution en ce qu'elle conjugait obligatoirement la remise d'obligations nouvelles et une participation au capital dont le cumul ne convenait pas à l'ensemble des Obligataires.

Afin d'éviter cet écueil, il a été envisagé d'inciter, en amont du Plan, les Obligataires à tirer parti des possibilités de compensation de créances prévues dans les contrats d'émission des Obligations 2010 et des Obligations 2014, lesquelles permettent de rendre les Obligations immédiatement exigibles aux fins de les remettre en paiement du prix d'exercice des BSA.

La chute du cours de bourse de l'action OPG ayant rendu cette possibilité de compensation peu attractive compte tenu du prix d'exercice des BSA, la Société a proposé aux Obligataires 2010 et 2014 d'améliorer substantiellement leurs conditions d'accès à ses actions.



Cette proposition présentait l'avantage, une fois ces modifications acceptées par les assemblées d'Obligataires concernées, de pouvoir être mise en œuvre sur une base individuelle, volontaire et donc non contraignante, par les seuls Obligataires qui le souhaiteraient.

La Société a donc convoqué des assemblées générales des porteurs des Obligations 2010, des Obligations 2014, des BSA 2012 et des BSA 2014 afin d'adapter les caractéristiques de ces valeurs mobilières et de ramener le prix d'émission des actions émises par exercice des BSA à 7 €, en phase avec le cours de bourse actuel.

Une majorité d'Obligataires 2010 et 2014 a rejeté le 13 janvier 2010 les résolutions proposées, privant de ce fait les Obligataires, qui en avaient manifesté la volonté, de la possibilité d'utiliser leurs Obligations en paiement du prix de souscription d'actions, ce qui aurait permis une diminution de la dette d'OPG.

**La Société a donc été contrainte d'élaborer et de proposer à ses créanciers, selon les modalités des articles L. 626-5 et suivants du Code de Commerce, un projet de Plan consistant en un étalement du remboursement des créances selon un rythme adapté à son plan d'affaires, qui est intrinsèquement lié aux cycles longs nécessaires pour créer de la valeur dans le secteur immobilier.**

### **3.3 Modalités d'apurement et de remboursement de la dette**

#### **3.3.1 Principe**

Sous réserve des dispositions spécifiques des points 3.3.2 et 3.3.3 ci-après, il est proposé de rembourser 100% des créances déclarées, sous réserve de leur admission au passif, sur 10 ans selon l'échéancier suivant, à compter du premier anniversaire du jugement arrêtant le Plan :

Année	1	2	3	4	5
% de la créance	2%	5%	5%	5%	5%

Année	6	7	8	9	10
% de la créance	5%	10%	14%	20%	29%

Il a été souligné au chapitre précédent l'importance d'ajuster les échéances de remboursement du passif au calendrier des projets d'investissement et de promotion du Groupe, qui a été décalé par la crise bien au-delà des échéances obligataires principales de 2013-2014.

Un échéancier plus court n'est pas envisageable car il aurait pour effet de tronquer soit le cycle produit soit le cycle marché avec pour risque :

- (i) d'être contraint de vendre des actifs non mûrs;
- (ii) de vendre les actifs trop vite par rapport aux conditions de marché,
- (iii) de ne pas pouvoir finaliser suffisamment de cycles produits pour apurer le passif (de 3 à 5 ans par cycle),

soit en d'autres termes, de replacer le Groupe dans la situation à laquelle la crise l'a confronté et que le Plan a précisément pour objectif de lui permettre de surmonter.

Cet étalement permet d'anticiper les flux de sortie de trésorerie maximum selon les hypothèses suivantes :

- montant maximum du passif admis de chacune des souches obligataires incluant le montant nominal des Obligations, leurs primes de remboursements ainsi que la totalité des intérêts échus à la date du jugement arrêtant le Plan et à échoir pendant la durée du Plan, si aucune obligation donnant accès au capital d'OPG n'est convertie ou remise en paiement du prix d'exercice de BSA par compensation de créances,
- montant maximum des garanties octroyées par OPG en sûreté des engagements de ses filiales estimé sur la base de la différence entre la dernière valeur de marché du bien immobilier concerné décotée de 20% et le solde restant dû au titre de l'emprunt garanti. (*voir tableau ci-dessous*)

Projet	Montant potentiel à couvrir
Croatian loans	-
Capellen	-
Capellen	-
Na Porici, Prague 1 - development	6.17
Nove Dvory	-
Letenska	-
Vysocany gate	0.54
Kosic Phase 3 A	-
Kosic Phase 3 B	-
Bubny, Prague 7	-
Hradcanska	1.58
Hradcanska	2.07
Americka Park (ex hotel), Prague 2	0.27
Vltavská, Bubenská 1, Prague 7	2.19
Kurfürstendamm 103-104	-
Wasserstraße 6a, 7, 8	-
Max-Planck-Straße	-
Cumberland	-
Sky Office	-
Wertheim Site / LP	-
Wertheim Site / LP	-
Wertheim Site / LP	-
Paris Department Store, Andrassy út 39.	5.30
Paris Department Store, Andrassy út 39.	-
Szervita Office/Szervita Parking House, Szervita tér 8.	0.15
Szervita Office/Szervita Parking House, Szervita tér 8.	0.89
Szervita Office/Szervita Parking House, Szervita tér 8.	1.24
Small Budapest Bank, Váci út 188.	0.92
Vaci 1	-
Dunaj Department Store	0.39
Stein brewery	2.88
Szczecin/Sczocecin Retail	-
Mokotowska 59	-
Zlota	-
Zlota	-
Residence Diana	-
	24.6

Cet échéancier de remboursement permet donc d'assurer l'équilibre indispensable entre :

- le rythme de génération des revenus, décalé du fait des reports de projets provoqués par la crise et
- le rythme de remboursement obligatoire, initialement concentré à plus de 80% sur 2013 et 2014, qui sera étalé et repoussé des années nécessaires à la réalisation des projets.

Il est important de souligner que, à la date du jugement arrêtant le Plan, la maturité moyenne<sup>16</sup> de la dette obligatoire (toutes souches confondues) était de 3 ans.

Les modalités d'apurement du passif obligatoire prévues par le Plan ne rallongent donc cette maturité moyenne que d'une durée de moins de 5 ans, ce qui correspond à la durée d'un cycle produit.

<sup>16</sup> Cette moyenne résulte de l'échéancier de la dette obligatoire pondérée par les flux financiers définis par les contrats d'émission de chaque souche obligatoire.

Le Plan ne fait donc qu'intégrer les conséquences mécaniques de la crise internationale sur le secteur immobilier telles que ci-avant décrites.

Il convient de détailler plus précisément l'application de ces modalités d'apurement s'agissant de la dette obligataire (3.3.2), d'autres cas particuliers devant par ailleurs être soulignés (3.3.3).

### **3.3.2 Remboursement de la dette obligataire dans le cadre du plan de sauvegarde**

#### **(a) Obligations ne donnant pas accès au capital d'OPG (Obligations 2011 et 2012)**

Les Obligations 2011 et 2012 ne donnent pas accès au capital d'OPG. Le montant dû au titre de ces Obligations n'est donc affecté d'aucun élément incertain.

Sous réserve de leur admission au passif, les intérêts continuent à courir jusqu'au complet remboursement des Obligations dans le cadre du Plan.

En conséquence, les annuités du Plan devant être versées au titre de ces Obligations ont été calculées sur la base d'un passif admis correspondant à la somme des éléments suivants:

- principal au jour du jugement arrêtant le Plan,
- intérêts échus non payés au jour du jugement arrêtant le Plan,
- somme des intérêts à échoir pendant toute la durée du Plan (calculés chaque année en tenant compte de l'amortissement progressif du principal du fait du paiement des annuités du Plan).

L'application de l'échéancier décrit en 3.3.1 à ces créances est détaillé en Annexe 4.

#### **(b) Obligations donnant accès au capital d'OPG (Obligations 2010, Obligations 2014 et Obligations 2013)**

##### **(i) *Les Obligations émises avec des BSA (Obligations 2010 et Obligations 2014)***

Les Obligations 2010 et les Obligations 2014 donnent accès au capital d'OPG par la faculté prévue dans les contrats d'émission de compensation de l'Obligation avec le paiement du prix de souscription des actions en cas d'exercice de BSA 2012 ou de BSA 2014.

Les remboursements anticipés des Obligations 2010 et des Obligations 2014 en cas d'exercice de BSA 2012 et de BSA 2014 résultant, aux termes des contrats concernés, d'une compensation de ces créances connexes, demeurent applicables à ces Obligations rééchelonnées dans le cadre du Plan.

En cas de compensation des Obligations 2010 et des Obligations 2014, les intérêts à échoir postérieurement à la date de compensation ainsi que la prime de remboursement ne sont pas dus.

Ces créances d'intérêts à échoir et de prime de remboursement sont donc incertaines.

Dans la mesure où la période d'exercice des BSA 2014 s'étend jusqu'au 31 décembre 2019, la faculté de compensation avec des Obligations 2014 peut être exercée à tout moment jusqu'à cette date.

S'agissant des BSA 2012, au terme de la procédure en cours, qui interviendra avant la présentation du Projet de Plan au Tribunal, la période d'exercice de ces BSA devrait également s'étendre jusqu'au 31 décembre 2019, la faculté de compensation avec des Obligations 2014 pourra alors être exercée à tout moment jusqu'à cette date<sup>17</sup>.

Par ailleurs, la prime de remboursement de l'Obligation 2010 ne sera due que si le cours de l'action OPG déterminé selon les modalités prévues dans le contrat d'émission des Obligations 2010 à la date du 18 novembre 2010 est inférieur au prix d'exercice des BSA 2012. Ainsi, si l'action OPG n'atteint pas ce seuil le 18 novembre 2010 cette prime de remboursement sera comptabilisée dans le passif admis lors de la dernière annuité du Plan pour les Obligations 2010 qui n'auront pas été compensées. Dans le cas contraire, cette prime de remboursement ne sera pas due et ne sera donc pas prise en compte dans la détermination du passif admis au titre des Obligations 2010.

Dès lors, s'agissant des Obligations 2010 et des Obligations 2014, les annuités du Plan ont été calculées, pour chaque Obligation 2010 ou 2014, sur la base du **passif admis et certain pour l'année considérée** correspondant à la somme des éléments suivants :

- principal à la date du jugement arrêtant le Plan,
- intérêts échus et non payés au jour du jugement arrêtant le Plan,

---

<sup>17</sup> Une assemblée des porteurs de BSA 2012 a été réunie le 25 mars 2010 aux fins de proroger la durée d'existence des BSA 2012 jusqu'au 31 décembre 2019. Le quorum n'ayant pas été atteint, une nouvelle assemblée devrait se réunir au plus tard le 29 avril 2010, sans condition de quorum, aux fins de se prononcer sur cette prorogation.

- somme des intérêts échus depuis le jour du jugement arrêtant le Plan jusqu'à l'année considérée incluse (les créances à ce titre étant devenues certaines),
- pour la dernière échéance du Plan, prime de remboursement.

Le montant du passif admis et certain augmente ainsi chaque année, pour les Obligations non compensées, en raison de la poursuite du cours des intérêts. C'est la raison pour laquelle des rattrapages seront effectués chaque année au bénéfice des Obligataires n'ayant pas compensé leurs Obligations, afin de compléter les échéances précédentes du Plan au titre du passif admis et devenu certain.

Le remboursement du passif lié aux Obligations 2010 et 2014, selon l'échéancier décrit en 3.3.1 et en prenant pour hypothèse qu'aucune compensation d'Obligations n'aurait lieu pendant toute la durée du Plan, permet d'anticiper les flux décrits en Annexe 2.

#### (ii) *Les Obligations convertibles 2013*

Les Obligations 2013 donnent accès au capital d'OPG par la faculté de conversion en actions OPG prévue dans le contrat d'émission.

En cas de conversion, le contrat d'émission des Obligations 2013 prévoit que le montant des intérêts courus entre la date du dernier paiement d'intérêt et la date de conversion ainsi que la prime de remboursement, n'est pas dû.

La créance d'intérêts correspondante ainsi que la créance au titre de la prime de remboursement sont donc incertaines jusqu'à l'expiration de la période de conversion prévue contractuellement.

#### Modalités de détermination du passif admis jusqu'au 15 mai 2013 inclus

Ainsi, jusqu'au 15 mai 2013, les annuités du Plan ont été calculées, pour chaque Obligation 2013, sur la base du **passif admis et certain pour l'année considérée** (à compter de la première annuité du Plan) correspondant à la somme des éléments suivants :

- principal à la date du jugement arrêtant le Plan,
- après le paiement de la première annuité prévue dans le cadre du Plan, somme des intérêts échus dans le cadre du Plan depuis le jugement arrêtant le Plan jusqu'à l'année considérée incluse (les créances à ce titre étant devenues certaines),
- après le paiement de la première annuité prévue dans le cadre du Plan, intérêts échus et non payés au jour du jugement arrêtant le Plan.

Le montant du passif admis et certain évolue ainsi chaque année, jusqu'au 15 mai 2013 en fonction du nombre d'Obligations éventuellement converties. C'est la raison pour laquelle des rattrapages seront effectués chaque année, pour les annuités versées avant le 15 mai 2013, au bénéfice des Obligataires n'ayant pas converti leurs Obligations, afin de compléter les échéances du Plan au titre du passif admis et devenu certain.

#### Modalités de détermination du passif admis à compter du 15 mai 2013

A compter du 15 mai 2013, le montant du passif admis au titre des Obligations 2013 n'est plus affecté d'aucun élément incertain et intègre donc à la fois la prime de remboursement et l'ensemble des intérêts à échoir à compter de cette date pour les Obligations 2013 demeurant en circulation.

Dès lors, à compter du 15 mai 2013, les annuités du Plan ont été calculées sur la base du passif admis correspondant, pour une Obligation, à la somme des éléments suivants :

- principal à la date du jugement arrêtant le Plan,
- intérêts échus et non payés au jour du jugement arrêtant le Plan,
- somme des intérêts échus depuis le jugement arrêtant le Plan jusqu'au 15 mai 2013 et des intérêts à échoir jusqu'à la dernière échéance du Plan (calculés chaque année en tenant compte de l'amortissement progressif du principal du fait du paiement des annuités du Plan),
- prime de remboursement.

Le passif admis au titre des Obligations 2013 correspond donc à la somme du passif admis déterminé selon les modalités ci-dessus pour chaque Obligation 2013 demeurant en circulation postérieurement au 15 mai 2013.

Le remboursement du passif lié aux Obligations 2013 selon l'échéancier décrit en 3.2.1 en prenant pour hypothèse qu'aucune conversion d'Obligations 2013 n'aurait lieu pendant toute la durée du Plan, et que le jugement arrêtant le Plan interviendrait avant le 15 mai 2010 permet d'anticiper les flux décrits en Annexe 4.

#### (c) Modification des modalités d'accès au capital

En application des dispositions de l'article L. 228-106 du Code de commerce, le Plan doit procéder à la modification des contrats d'émission afin que la parité de compensation ou de conversion des Obligations 2010, des Obligations 2013 et des

Obligations 2014 tiennent compte du remboursement progressif du montant nominal des Obligations dans le cadre de l'échéancier du Plan.

Ces modifications sont décrites en Annexe 3.

Il est précisé que ces modifications ne feront pas obstacle à des modifications ultérieures qui seraient acceptées par les assemblées d'obligataires, pour autant que ces modifications ne soient pas incompatibles avec les dispositions du Plan.

### **3.3.3 Cas particuliers**

#### **(a) Créanciers bénéficiaires de garanties d'OPG**

Les créanciers bénéficiaires de garanties d'OPG ne sont pas titulaires de créances exigibles tant que leurs créances à l'égard des filiales d'OPG ne le sont pas. Ces créanciers n'ont donc pas vocation à bénéficier des propositions visées au présent article dès l'adoption du plan.

Dans l'hypothèse où un créancier bénéficiaire d'une garantie d'OPG solliciterait le paiement par OPG d'une créance devenue exigible tant à l'égard du débiteur principal que d'OPG au cours de l'exécution du plan, le créancier concerné aura vocation à bénéficier du plan à compter de la date d'exigibilité de sa créance.

De plus, OPG verserait au créancier concerné à titre de rattrapage, à l'occasion de l'annuité suivant l'exigibilité de la créance, un montant correspondant aux pourcentages prévus pour les annuités du Plan antérieures à l'exigibilité de sa créance.

Il est précisé que ces créanciers bénéficient en règle générale de plusieurs sûretés octroyées par OPG en garantie d'un même engagement d'une filiale. Or, la plupart de ces créanciers ont déclaré chaque sûreté pour le montant total de l'encours garanti, alors que plusieurs sûretés garantissant un même encours ne peuvent donner lieu à une créance cumulée supérieure au montant de cet encours.

Ceci a eu pour conséquence d'augmenter de façon exponentielle ce passif éventuel déclaré à la procédure, sans corrélation avec l'exposition véritable d'OPG qui est limitée, dans le pire des cas, à la somme des encours garantis.

Cette exposition diminuera bien sûr au fur et à mesure des remboursements effectués par les filiales. En outre, l'impact de l'exercice éventuel de ces garanties sera diminué par la valeur des actifs détenus par les filiales concernées.



OPG a fait part de ces observations à ces créanciers, lesquels les ont pour la plupart accepté.

OPG a donc procédé aux retraitements nécessaires afin de refléter son exposition réelle correspondant, selon le projet financé, à l'encours garanti ou au plafond des garanties octroyées.

Ainsi, le montant de créance estimé dans le plan d'affaires a été calculé en soustrayant à la valeur potentielle de vente le montant maximum garanti. Il s'agit d'une estimation particulièrement prudente dans la mesure où :

- la valeur potentielle de vente est fondée sur les dernières expertises elles-mêmes très dégradées car effectuées dans des conditions de marché difficiles;
- une décote supplémentaire de 15% est appliquée aux dernières valeurs d'expertise, décote à laquelle s'ajoutent 5% de frais de vente;
- en cas de pluralité de garanties pour un même projet seuls les montants les plus élevés sont pris en compte ;
- aucune hypothèse sur le taux de réalisation effectif de ces garanties n'est prise. Il est considéré que leur intégralité est exercée ignorant en cela l'effet potentiel de la vente, ou encore de l'annulation ou de l'expiration de la garantie.

(b) Porteurs de BSA 2014

Certains porteurs de BSA 2014 ont déclaré une créance éventuelle liée à une potentielle indemnité en cas de changement de contrôle de la Société.

Ces créances ne sont pas exigibles tant qu'un changement de contrôle de la Société n'est pas intervenu. Ces créanciers n'ont donc pas vocation à bénéficier des propositions visées au présent article dès l'adoption du plan.

Dans l'hypothèse où un porteur de BSA 2014 solliciterait le paiement par OPG d'une créance exigible au cours de l'exécution du plan, le créancier concerné aura vocation à bénéficier du plan à compter de la date d'exigibilité de sa créance.

De plus, OPG verserait au créancier concerné à titre de rattrapage, à l'occasion de l'annuité suivant l'exigibilité de la créance, un montant correspondant aux pourcentages prévus pour les annuités du Plan antérieures à l'exigibilité de sa créance.

### (c) Dettes intraGroupe

Certaines Sociétés membres du Groupe ORCO sont créancières d'OPG au titre de prêts intraGroupe qu'elles ont accordés à OPG.

Ces prêts étant remboursables in fine et ayant une date d'échéance postérieure à la dernière échéance du Plan, il est proposé à chacune de ces Sociétés de maintenir le remboursement intégral de leurs créances suivant leurs échéances contractuelles respectives.

Il est en tant que de besoin indiqué que les Sociétés concernées ont chacune renoncé à leur faculté contractuelle de solliciter le remboursement anticipé.

### **3.4 Approbation et arrêté du Plan**

L'approbation du présent Projet et la décision du Tribunal de Commerce de Paris d'arrêter le Plan de Sauvegarde interdiront à tout créancier d'OPG de se prévaloir de l'une ou l'autre des stipulations des accords, protocoles ou engagements, oraux ou écrits en rapport avec le paiement des dettes d'OPG le liant à OPG, chaque créancier d'OPG étant tenu de respecter les dispositions du Plan de Sauvegarde.

## **4. VOLET SOCIAL DE LA SAUVEGARDE**

La Société emploie – en direct – trois salariés.

Les difficultés rencontrées par la Société étant essentiellement d'origine financière, il n'est pas prévu de procéder à des licenciements.

Il importe cependant de préciser que 21 personnes travaillent pour la direction d'OPG et sont majoritairement basées en France. Ces personnes sont soit salariées de la filiale française d'OPG, la Société VINHORADY (qui fait également l'objet d'une procédure de sauvegarde), soit salariées de la Société CEREM, filiale d'OPG. Ces filiales n'ont pas d'activité économique propre mais assurent uniquement une fonction de support dédiée à l'équipe de direction d'OPG basée à Paris.

Enfin, OPG est à la tête d'un Groupe qui compte près de 2.445 salariés de quinze nationalités différentes dans toute l'Europe.

**5. MODIFICATION DU CAPITAL SOCIAL D'OPG**

Il est rappelé, en tant que de besoin, que bien que la Société fasse l'objet d'une procédure de sauvegarde ouverte à Paris, son siège social est situé au Luxembourg. En conséquence, les modalités de modification du capital de la Société seront régies par le droit Luxembourgeois.

Les contacts avec des investisseurs potentiels n'ont pas permis d'envisager l'entrée au capital d'un nouvel investisseur à ce stade. Toutefois, une augmentation de capital qui pourrait intervenir à brève échéance, reste étudiée.

**6. ENGAGEMENTS DES PERSONNES TENUES D'EXECUTER LE PLAN**

Conformément aux dispositions de l'article L. 626-10 du Code de commerce, M. Jean-François Ott et M. Nicolas Tommasini, ès qualité de représentants légaux de la Société, et ès qualité de mandataires spéciaux du Conseil d'Administration de la Société se déclarent tenus à l'exécution du plan objet du présent Projet.

**ANNEXE 1.**  
**LISTE DES CREANCIERS HORS COMITÉ DES PRINCIPAUX FOURNISSEURS**  
**ET HORS ASSEMBLEE DES OBLIGATAIRES (SOUS RESERVE DE LEUR**  
**ADMISSION AU PASSIF)**

La présente liste est fournie à titre indicatif uniquement, et sous réserve de la procédure de vérification des créances.

1. **Créanciers bénéficiaires de garanties d'OPG**

- Bank Dnb Nord Polska S.A
- Bank Millennium
- Bank Polska Kasa Opieki S.A
- Berliner Volksbank Eg
- BTGI
- Calyon
- Ceska Sporitelna A.S
- Ceskoslovenska Obchodni Banka
- Cib Bank ZRT.
- Deutsche Bank AG.
- Endurance Residential Asset
- Eurohypo AG
- Herosz
- Hsbc Bank Plc
- Ibb Holding Gmbh
- Komerčni Banka A.S
- M.M. Warburg & Co Hypothekenbank AG
- N.V. Besix S.A.
- Skanska CZ
- Unicredit Bank Hungary Zrt
- Vseobecna Uverova Banka A.S

2. **Créanciers au titre des BSA 2014**

- Jeunet Jacky
- Moustacakis Jean-Claude
- Smogiga LTD

### 3. **Créanciers intraGroupe**

- Americka Orco AS
- Anglicka 26 SRO
- Brno Centrum SRO
- Bubenska 1 AS
- Cwm 35 KFT
- Endurance Hospitality Sarl
- IPB Real
- IPB Real Reality AS
- Jeremiasova Invest SRO
- Londynska 26 AS
- Londynska 41 SRO
- Manesova 28 AS
- Nad Petruskou SRO
- Nove Medlansky AS
- Oak Mill AS
- Orco Hungary KFT
- Orco Property Group
- Seattle SRO
- T-O Gren Europe AS
- Viterra Development Polska Sp.Zoo
- Zahrebska 35 SRO

### 4. **Autres créanciers hors Comité et hors Assemblée des Obligataires**

- Budapest Stock Exchange Ltd
- Caceis Corporate Trust
- Crédit Industriel et Commercial
- Endurance Real Estate Management Cie
- Endurance Residential Asset
- Eurohypo AG
- Financière Taulane
- Hellinckx Henri
- Jestico + Whiles

- Luc Leroi
- Medef International
- Kbc Bank Nv
- Commerzbank Ag
- Bonnefoi Frédéric
- Bruneau Sylviane
- Chasle Romain
- Lacourt Patricia

## ANNEXE 2. PLAN D'AFFAIRES

OPG, la société faitière du Groupe, ne détient directement aucun actif immobilier, lesquels sont portés par des filiales dédiées.

Toutefois toutes les liquidités provenant des opérations des filiales sont centralisées au niveau d'OPG et les liquidités nécessaires sont réparties par OPG entre ses filiales. C'est pourquoi le plan d'affaires décrit ci-après intègre l'ensemble des liquidités et prévisions de trésorerie des filiales détenues intégralement. Les flux entre la Société et ses filiales non détenues intégralement sont pris en compte en fonction des besoins de financement générant des sorties de trésorerie ou des distributions (remboursement d'intérêts ou dividendes et flux de cessions) générant des entrées de trésorerie au niveau de la Société.

### 1) Diagnostic et principes stratégiques directeurs

#### 1.1 Grandes lignes directrices

De grandes lignes stratégiques directrices ont été tracées afin de déterminer les contours du Groupe après restructuration :

- recentrage sur les capitales de pays sélectionnés ;
- recentrage sur le cœur de métier de développement commercial et résidentiel et foncier. En parallèle est mise œuvre la simplification de la structure organisationnelle avec la constitution de grandes lignes métiers et d'une organisation centralisée, moins atomisée et plus contrôlée ;
- réduction et adaptation de la structure des coûts au profil nouveau du Groupe ;
- restructuration de la dette obligataire et bancaire.

#### 1.2 Rationalisation du portefeuille

Le plan d'affaires repose sur une évaluation préliminaire du portefeuille existant ayant pour objectif de disposer d'un panorama des activités du Groupe. Au regard des grandes lignes directrices, la nomenclature choisie se compose de trois Groupes :

- **cœur de métier** : projets générateurs de liquidités à court ou moyen terme (existants ou à créer) ;
- **actifs à céder** : terrains, projets ou activités ne répondant pas aux critères de rentabilité, non revêtus d'une importance stratégique et présentant une valeur de cession suffisante pour générer des liquidités ;
- **projets à restructurer** : projets « cœur » mais dont la structure de financement ou les besoins de liquidité nécessitent d'importantes restructurations.

## 2) Description de la construction du plan d'affaires

### 2.1 Construction du plan d'affaires

Le plan d'affaires repose sur trois activités, chacune régie par ses règles et cycles propres :

- **l'activité foncière** consiste à acquérir des immeubles à valoriser et à les transformer en actifs de qualité institutionnelle. Un cycle complet comprend une période d'investissement de 2-3 ans, suivie d'une période de stabilisation de 3 ans et enfin une période de maturité au cours de laquelle le choix est offert entre vendre ces actifs ou les conserver quelque temps.
- l'activité de **promotion résidentielle** se décompose en trois sous-cycles (i) achat du terrain et obtention des autorisations nécessaires (18-24 mois) (ii) construction et pré-vente (18-24 mois) (iii) fin du programme (6-12 mois) ;
- l'activité de **promotion commerciale** : 18-24 mois pour la construction complète auxquels s'ajoutent 6-12 mois pour parvenir à l'occupation optimale.

### 2.2. L'immobilier à la convergence de différents cycles longs

- **Le produit**: à l'inverse de certaines activités telles que les biens d'équipements ou la restauration, plus volatils à court terme, l'immobilier connaît des cycles d'exploitation plus longs. Ceux-ci sont notamment dus à l'importance de l'investissement nécessaire et au fait qu'il s'agit d'un marché moins liquide que d'autres. De plus, le temps d'autorisation, de construction et de vente contribue à rallonger les délais (*voir ci-dessus pour la durée des cycles*) ;
- **Le marché** : les cycles ont une durée comprise entre 12 et 15 ans décomposée entre une phase de fondamentaux porteurs, une forte liquidité suivie d'un coup d'arrêt dû à des problématiques de suroffre ou de financement puis d'une reprise. On peut donc estimer en se fondant sur l'expérience historique (crise des années 70 et 90) que le redémarrage de l'activité devrait avoir lieu vers 2012-2013 ;
- **Un fort investissement initial** : l'immobilier nécessite un apport initial de capitaux très important. A titre d'exemple, la valeur extraite à l'issue d'un cycle de valorisation de l'activité foncière et qui correspond à la part de l'investissement initial représente 70% de la valeur totale.

De ces trois aspects structurels découlent autant de conséquences pour le séquençage, la durée et le profil d'amortissement pour lesquels il a été opté dans le plan d'affaires :



- Un horizon de 10 ans qui correspond à 2 à 3 cycles produit ;
- Un horizon de 10 ans qui correspond aux marchés et laisse le temps d'amorcer une nouvelle période haussière sans pour autant contraindre à vendre au mauvais moment ;
- un investissement initial important en 2010-2014 afin de créer l'offre et le patrimoine futur.

Casser ou tronquer un cycle a pour résultat :

- i. de vendre des actifs dont la valeur n'est pas encore extraite;
- ii. de vendre les actifs trop vite alors que le marché n'est pas encore mûr,
- iii. d'effectuer moins de rotations du capital.

Ceci ne peut que limiter la capacité de remboursement et par conséquent dégrader la situation des créanciers et des actionnaires.

### **3) Articulation plan d'affaires - plan de sauvegarde**

Dans le contexte de l'apurement des dettes, la construction actuelle de l'activité du Groupe couplée à l'échéancier de remboursement choisi démontre, sur base de la mise en place de la stratégie présentée au chapitre 1), la capacité du Groupe à respecter ses objectifs de génération de liquidités.

En effet, la combinaison des trois activités permet :

- (i) **de lisser et de diversifier le profil de risque.** La diversification entre les trois activités aux déterminants macro-économiques moyennement corrélés permet de réduire le risque de l'ensemble des activités du Groupe et d'éviter la surexposition à une seule classe d'actifs qui obérerait la capacité du Groupe à rembourser ;
- (ii) **d'assurer une génération pérenne et flexible** de revenus fondée sur une assise récurrente de revenus provenant des loyers de la foncière et sur une partie plus cyclique de revenus de développement. Néanmoins, la superposition de plusieurs cycles de développement permet de lisser la courbe de revenus et d'en gommer ainsi le caractère volatil. Enfin, la possibilité offerte par l'arbitrage sur le portefeuille foncier procure une plus grande souplesse et flexibilité dans la génération de liquidités supplémentaires si besoin est ;
- (iii) **d'adapter sa structure bilancielle et de disposer d'une adéquation entre actif et passif** (« Asset Liability Matching »). Les promotions résidentielle et commerciale sont à analyser comme pourvoyeuses de liquidités permettant de faire face aux premières échéances de remboursement sans contraindre le Groupe à vendre des actifs non mûrs et/ou à brader le stock existant. De son côté, l'activité foncière

permet de créer un collatéral à la dette à rembourser en fin de plan et donc de sécuriser la position des créanciers par des actifs réels.

Tous ces facteurs concourent à prouver le caractère cohérent du business model du Groupe, de son adéquation avec le profil de remboursement tout en préservant l'alignement des intérêts entre créditeurs et actionnaires.

#### 4) Des hypothèses cohérentes avec le profil et les réalisations du groupe

Le plan d'affaires est établi sur base :

- des prévisions détaillées et validées par le comité d'investissement pour les projets en cours ;
- des hypothèses de création de valeur fondées sur les réalisations historiques et le patrimoine du groupe ;
- des hypothèses de marché conservatrices quant à la reprise des marchés locatifs (prises à bail, loyers) et d'investissement (liquidité, prix, demande de logements).

Ces hypothèses ont été validées par Grant Thornton – cabinet indépendant - dans un rapport en date du 25 mars 2010.

La capacité nette d'investissement (après apurement de la dette) est répartie à concurrence de 55% dans la foncière dynamique, de 10% dans le développement commercial et de 35% dans le développement résidentiel. Cette capacité d'investissement est modulable en fonction notamment (i) du plan d'apurement (ii) des besoins en capitaux des projets sous-jacents (iii) de la trésorerie attendue en fin d'année afin de conserver une réserve de sécurité.

- **Immobilier de rendement** (« Foncière dynamique ») : La stratégie repose sur une valorisation active (réduction de la vacance, augmentation des loyers, optimisation des coûts) rendue possible par le savoir-faire et la présence locale du groupe (« alpha »). Il ne s'agit donc en aucun cas d'une stratégie passive de retournement du marché (« beta »). La baisse – modeste de l'ordre de 0.25% - du taux de vente de sortie correspond à la prime accordée à la transformation d'un immeuble non-optimal en un immeuble de qualité institutionnelle (baux longs et occupation optimale). Le profil de rotation du portefeuille - 10% puis 15%- demeure prudent car effectué sur base du portefeuille stabilisé et l'appétence actuelle des investisseurs. Ainsi les cessions atteignent-elles Euro 110 millions annuels en moyenne sur la période 2017-2020, représentant 2-3 actifs. 18
- **Développement commercial** : les actifs matures de cette activité (achevés, loués et stabilisés) ont vocation à être soit vendus à un tiers soit cédés à la foncière. Afin de

---

■ <sup>18</sup> Ce montant correspond à 4% des investissements totaux de 2009 en Europe Centrale (source CBRE), période considérée comme le point bas en termes de liquidité.

garder une cohérence avec l'activité de foncière, les prix de vente sont identiques entre les deux activités et ne prennent volontairement pas en compte la prime accordée à un immeuble neuf. Une partie du développement de Bubny est réalisée en partenariat afin de (i) limiter le besoin en liquidités (ii) bénéficier de notre position concurrentielle majeure en réalisant immédiatement une partie de la valeur jusqu'alors non-liquide.

- **Développement résidentiel** : cette activité ne nécessite pas d'investissements de constitution de patrimoine puisqu'elle repose essentiellement sur la réserve foncière activée au fur et à mesure de la demande. La stratégie de Bubny se subdivise entre (i) développement résidentiel classique (ii) vente de lotissements (terrains parcellisés) à un investisseur/promoteur. A l'instar du développement commercial, cette activité permet de dégager des marges importantes rapidement et de limiter les besoins en liquidités de ces projets.

Enfin, il faut noter que les trois activités partagent la même prudence en termes de levier financier (65% pour la foncière et 55% pour le développement) et de temps de construction.

## 5) Evolution des liquidités disponibles

Le plan d'affaires élaboré permet de répondre aux besoins du plan d'apurement et à la continuité d'exploitation d'un groupe aux avantages concurrentiels maintenus.

Flux de trésorerie consolidés	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
En Millions d'Euro												
Immobilier de rendement	18.1	16.2	25.3	(38.6)	0.9	32.6	18.8	56.5	89.9	89.3	97.8	411.1
Développement	24.0	23.0	(1.8)	93.6	31.8	21.1	27.2	65.0	52.4	50.4	85.2	476.5
	(27.6)	(16.0)	(16.8)	(17.6)	(18.5)	(19.4)	(20.4)	(21.4)	(22.5)	(23.6)	(24.8)	(245.1)
Apurement de la dette	0.0	(9.5)	(24.5)	(25.3)	(37.4)	(29.9)	(30.5)	(60.4)	(85.0)	(121.5)	(216.3)	(640.2)
Fournisseurs	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(1.4)
Obligataires	(9.0)	(23.2)	(24.0)	(36.1)	(28.6)	(29.2)	(57.8)	(81.3)	(116.4)	(208.8)	(246.6)	(614.2)
Garants	(0.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(2.5)	(3.4)	(4.9)	(7.1)	(10.1)	(24.6)
Flux de trésorerie nets	14.4	13.7	(17.8)	12.1	(23.2)	4.4	(4.8)	39.6	34.9	(5.5)	(58.1)	2.3
Liquidités à l'ouverture	21.1	35.5	49.2	31.4	43.4	20.3	24.6	19.8	59.5	94.3	88.9	
Flux de trésorerie nets	14.4	13.7	(17.8)	12.1	(23.2)	4.4	(4.8)	39.6	34.9	(5.5)	(58.1)	
Liquidités à la clôture	35.5	49.2	31.4	43.4	20.3	24.6	19.8	59.5	94.3	88.9	30.7	

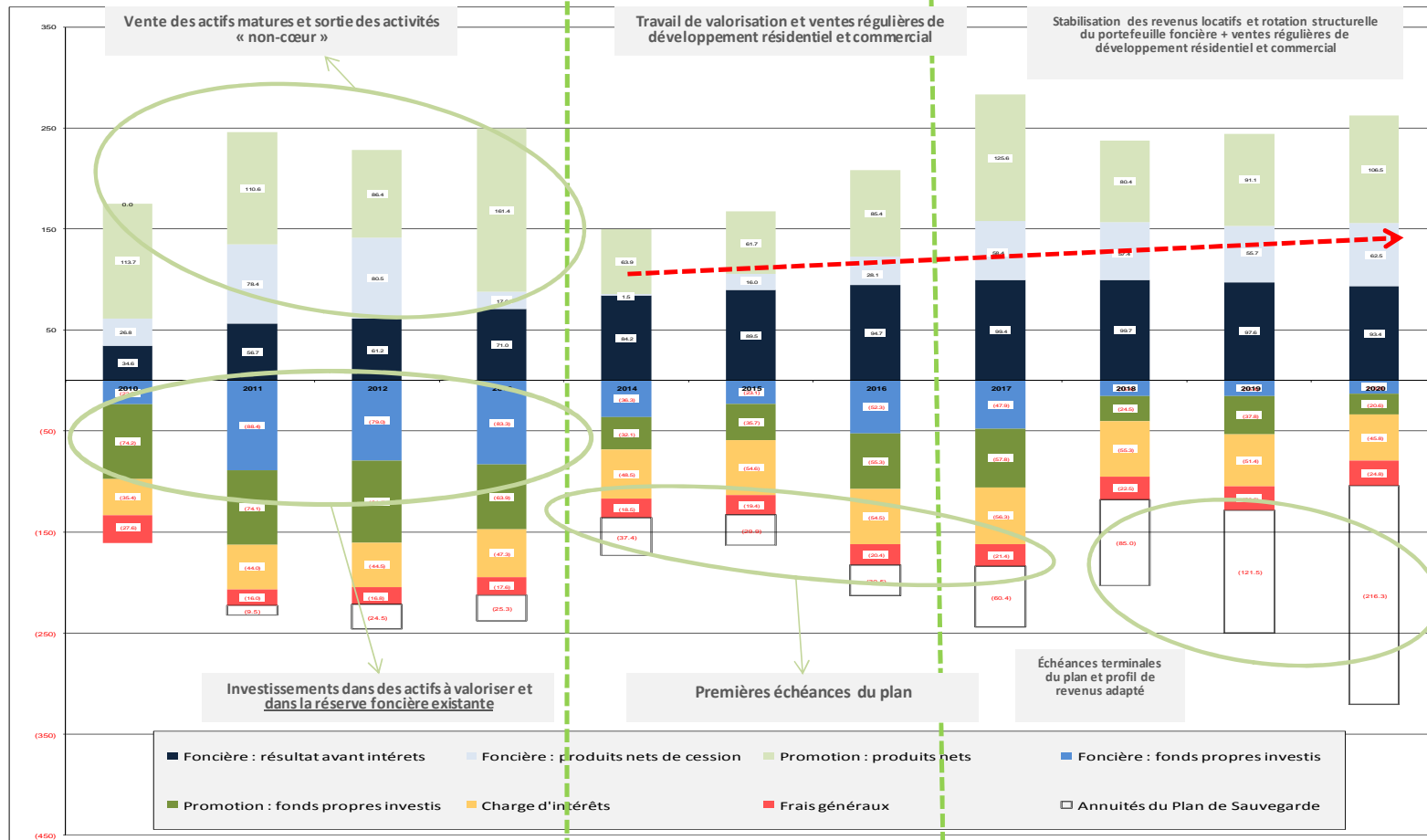
## 6) Cycles inhérents à l'activité immobilière du groupe

Les cycles inhérents à l'activité immobilière du groupe sont à la source de la création de valeur dont la réalisation assure les liquidités nécessaires à l'apurement du plan. Le plan d'affaires possède donc trois temps distincts qui sont la conséquence des activités du groupe telles que décrites dans les points précédents.

- **Phase 2010-2013** : (i) réalisation de la valeur des actifs matures de l'activité foncière et des activités non-cœur (ii) investissements du produit des cessions dans tous les secteurs afin de créer l'offre à 3-5 ans et un patrimoine foncier à valoriser;

- **Phase 2014-2016** : (i) valorisation de l'activité foncière couplée à un ralentissement des investissements (ii) vitesse de croisière du développement résidentiel et commercial (iii) investissements importants sur Bubny ;
- **Phase 2017-2020** : phase de maturité/arbitrage pour la foncière, de cycles normaux pour la promotion résidentielle et commerciale et de montée en puissance de Bubny.

## Des cycles adaptés au profil de création de valeur et de remboursement de la dette



### Phase 1 : 2010-2013

Grâce à la sauvegarde, le potentiel de réalisation et de création de valeur du groupe est préservé :

- Les ventes d'actifs (résidentiel et commercial) sont effectuées sans précipitation et rabais excessifs
- la trésorerie dégagée permet d'enclencher un nouveau cycle d'investissement et de valoriser la réserve foncière existante

### Phase 2 : 2014-2016

- Valorisation active du portefeuille « foncière »
- Réalisation de ventes de la réserve foncière résidentielle développée au cycle précédent
- Vente des développements commerciaux après 2 années d'investissement

### Phase 3 : 2017-2020

- Maturité du portefeuille foncier et rotation de 10-15% afin de faire face aux dernières échéances du plan
- Alternance de cycles investissement-désinvestissement en immobilier commercial
- Flux réguliers de revenus en développement résidentiel

**ANNEXE 3.**  
**MODIFICATION DES CONTRATS D'EMISSION**

En application du point 3.3.2 (iii) du Plan, les contrats d'émission des Obligations 2010, des Obligations 2013 et des Obligations 2014 sont modifiés ainsi qu'il suit, de façon à tenir compte de l'amortissement progressif des Obligations dans le cadre de l'échéancier du Plan.

Il est précisé que ces modifications ne feront pas obstacle à des modifications ultérieures qui seraient acceptées par les assemblées d'obligataires, pour autant que ces modifications ne soient pas incompatibles avec les dispositions du Plan.

Les contrats d'émissions étant rédigés en anglais et soumis au droit Luxembourgeois, les modifications apportées à ces contrats seront ci-après exprimées en langue anglaise avec une traduction en langue française pour information, à l'exception des Obligations 2010, dont la note d'opération a été visée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier dans sa version française. La maturité des Bons de souscription d'actions 2014 ayant été prolongée au 31 décembre 2019 par décision des assemblées de porteurs, et, s'agissant des BSA 2012, la procédure à cette fin étant en cours et devant être achevée avant la présentation du Projet de Plan au Tribunal, la possibilité de compensation des Obligations 2010 et 2014 demeurera applicable pendant toute la durée du Plan.

Il est précisé que les conditions d'accès au capital d'OPG déterminées en fonction des dispositions contractuelles ainsi modifiées :

- s'appliqueront pendant toute la durée du Plan,
- ne pourront être mises en œuvre que par compensation avec des actions OPG à émettre, et non des actions OPG existantes.

**- Modifications du contrat d'émission des Obligations 2014 :**

La clause 4.1.8.1.2.2 du contrat d'émission des Obligations 2014 est actuellement ainsi rédigée :

“4.1.8.1.2.2. Early redemption at the option of the Bondholders exercising the Warrants and prepayment of the Bonds by way of setoff against the amount due by them to the Company as a result of the Shares subscription by exercise of the Warrants.

For every 10 Warrants exercised (see Section 4.2.1.7.1), Bondholders may pay for the subscription of their Shares of €1,463.90 (10 x €146.39) by the sale to the Company of 1 Bond with a nominal value of €1,463.90 made due and payable to this effect at a price of €1,463.90.”

Afin de tenir compte de l'amortissement progressif du capital consécutif à l'arrêté du Plan, à compter de la date du jugement du Tribunal de Commerce de Paris arrêtant le Plan, la clause 4.1.8.1.2.2 du contrat d'émission des Obligations 2014 est modifiée pour être rédigée comme suit :

“4.1.8.1.2.2. Early redemption at the option of the Bondholders exercising the Warrants and prepayment of the Bonds by way of setoff against the amount due by them to the Company as a result of the Shares subscription by exercise of the Warrants.

For every N (as defined below) Warrants exercised (see Section 4.2.1.7.1), Bondholders may pay for the subscription of their Shares by (i) the sale to the Company of 1 Bond made due and payable to this effect at its outstanding principal amount as of the date of the sale (“OPA”) and (ii) the payment in cash of R € (as defined below).

“N” and “R” are determined according to the OPA pursuant to the below table:

from( incl.)	10/05/2010	10/05/2011	10/05/2012	10/05/2013	10/05/2014	10/05/2015	10/05/2016	10/05/2017	10/05/2018	10/05/2019	01/01/2020
OPA	1 463,90 €	1 463,90 €	1 463,90 €	1 452,97 €	1 400,56 €	1 343,50 €	1 281,90 €	1 126,49 €	889,95 €	533,16 €	- €
N	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	9,00	8,00	7,00	4,00	-
R	- €	- €	- €	10,93 €	63,34 €	120,40 €	35,61 €	44,63 €	134,78 €	52,40 €	- €

“N” means the number of Warrants which can be exercised by remittance of one Bond;

“R” means the amount of cash to be paid upon exercise of N Warrants.”

#### - **Modifications du contrat d'émission des Obligations 2010:**

La clause 4.1.8.1.3.2 du contrat d'émission des Obligations 2010 est actuellement ainsi rédigée:

“4.1.8.1.3.2. Remboursement anticipé au gré des porteurs exerçant des BSAR et paiement, par compensation de créances, du montant de la souscription des actions par exercice des BSAR.

Pour chaque exercice de 10 BSAR (cf. section 4.2.1.7.1 "*Prix d'exercice des BSAR et nombre d'actions ORCO PROPERTY GROUP reçues par exercice des BSAR*"), les porteurs de BSAR pourront demander le remboursement anticipé d'une Obligation au prix de 686,10 €, coupon couru inclus. Toutefois ce montant ne sera pas payable que par compensation avec le montant de la souscription correspondant à l'exercice de 10 BSAR.

Afin de tenir compte de l'amortissement progressif du capital consécutif à l'arrêté du Plan, à compter de la date du jugement du Tribunal de Commerce de Paris arrêtant le Plan, la clause du contrat d'émission des Obligations 2010 est modifiée pour être rédigée comme suit :

“4.1.8.1.3.2. Remboursement anticipé au gré des porteurs exerçant des BSAR et paiement, par compensation de créances, du montant de la souscription des actions par exercice des BSAR.

Pour chaque exercice de N (tel que défini ci-dessous) BSAR, les porteurs de BSAR pourront payer le prix de la souscription par (i) la vente à la Société d'une Obligation d'une valeur nominale initiale de 686,10 € (cf. section 4.2.1.7.1 "Prix d'exercice des BSAR et nombre d'actions ORCO PROPERTY GROUP reçues par exercice des BSAR") rendue liquide et exigible à cet effet à un prix correspondant à son principal restant dû ("OPA") et (ii) paiement d'une somme de R € (telle que définie ci-dessous).

Il est précisé que :

“N” et “R” sont déterminés en fonction de la VNR, selon le tableau suivant:

from (incl.)	10/05/2010	10/05/2011	10/05/2012	10/05/2013	10/05/2014	10/05/2015	10/05/2016	10/05/2017	10/05/2018	10/05/2019	01/01/2020
OPA	686,10 €	686,10 €	686,10 €	686,10 €	686,10 €	684,93 €	663,52 €	591,44 €	473,05 €	286,14 €	- €
N	10,00 €	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	9,00	7,00	5,00	-
R	- €	- €	- €	- €	- €	1,17 €	22,58 €	26,05 €	7,22 €	56,91 €	- €

“N” désigne le nombre de BSAR devant être exercés pour la vente d'une Obligation.

“R” désigne le montant complémentaire à payer pour l'exercice de N BSAR.

#### - **Modification du contrat d'émission des Obligations 2013:**

La clause 4.2.1 du contrat d'émission des Obligations 2013 est actuellement ainsi rédigée:

“4.2.1. Conversion of the Bond.

One Bond shall carry the right to receive one new share in Orco Property Group. Conversion can be requested from the issue date until 15 May 2013.”

Afin de tenir compte de l'amortissement progressif du capital consécutif à l'arrêté du Plan, à compter de la date du jugement du Tribunal de Commerce de Paris arrêtant le Plan, la clause 4.2.1. du contrat d'émission des Obligations 2013 est modifiée pour être rédigée comme suit :

“4.2.1. Conversion of the Bond.

One Bond shall carry the right to receive a number of new shares in Orco Property Group (the “Conversion Ratio”).

The Conversion Ratio is determined according to the OPA (as defined below) pursuant to the below table.

from (included)	10/05/2010	10/05/2011	10/05/2012	10/05/2013	16/05/2013
OPA	138,00 €	135,24 €	132,11 €	126,20 €	- €
Conversion Ratio	1,00	0,98	0,96	0,91	-



Where

“OPA” means the outstanding principal amount of each Bond 2013 as of the date of the conversion.

Conversion can be requested from the issue date until 15 May 2013.”

**ANNEXE 4.**  
**ECHEANCIER DE REMBOURSEMENT DE LA DETTE OBLIGATAIRE**

Tel que décrit à la section 3.3.2, l'échéancier de remboursement de la dette obligataire dans le cadre du Plan se résume comme suit :

**Obligations 2010**

échéances	10/05/2009	10/05/2010	10/05/2011	10/05/2012	10/05/2013	10/05/2014	10/05/2015	10/05/2016	10/05/2017	10/05/2018	10/05/2019	10/05/2020
principal restant dû		50 272 605	50 272 605	50 272 605	50 272 605	50 272 605	50 186 798	48 618 331	43 336 616	34 661 829	20 966 481	0
reconnaissance de la prime de remboursement devenue certaine												10 054 521
reconnaissance des intérêts admis devenus certains		2 758 107	2 262 267	2 262 267	2 262 267	2 262 267	2 262 267	2 258 406	2 187 825	1 950 148	1 559 782	943 492
passif admis et certain		53 030 712	55 292 979	57 555 246	59 817 514	62 079 781	64 342 048	66 600 454	68 788 279	70 738 427	72 298 209	<b>83 296 222</b>
<b>amortissement</b>			<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>29%</b>
annuités basé sur passif admis et certain			1 105 860	2 877 762	2 990 876	3 103 989	3 217 102	3 330 023	6 878 828	9 903 380	14 459 642	21 240 093
rattrapage des annuités précédentes sur le passif devenu certain				45 245	158 359	271 472	384 585	496 849	590 713	721 555	795 489	10 724 400
annuités maximales des Obligations 2010			1 105 860	2 923 008	3 149 234	3 375 461	3 601 688	3 826 872	7 469 541	10 624 934	15 255 131	31 964 493
<b>annuités par Obligation 2010</b>			<b>15,09</b>	<b>39,89</b>	<b>42,98</b>	<b>46,07</b>	<b>49,15</b>	<b>52,23</b>	<b>101,94</b>	<b>145,00</b>	<b>208,20</b>	<b>436,24</b>

**Obligations 2011**

échéances	10/05/2009	10/05/2010	10/05/2011	10/05/2012	10/05/2013	10/05/2014	10/05/2015	10/05/2016	10/05/2017	10/05/2018	10/05/2019	10/05/2020
principal restant dû		10 991 024	10 991 024	10 991 024	10 991 024	10 991 024	10 723 355	10 424 165	9 291 192	7 447 851	4 531 981	0
intérêts courus à la date du jugement arrêtant le Plan		671 808										
intérêts à échoir annuellement			533 065	533 065	533 065	533 065	533 065	520 083	505 572	450 623	361 221	219 801
somme des intérêts à échoir annuellement			4 722 623									
passif admis et certain		16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454	16 385 454
<b>amortissement</b>			<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>29%</b>
annuités maximales des Obligations 2011			327 709	819 273	819 273	819 273	819 273	819 273	1 638 545	2 293 964	3 277 091	4 751 782
<b>annuité par Obligation 2011</b>			<b>10 923,64</b>	<b>27 309,09</b>	<b>27 309,09</b>	<b>27 309,09</b>	<b>27 309,09</b>	<b>27 309,09</b>	<b>54 618,18</b>	<b>76 465,45</b>	<b>109 236,36</b>	<b>158 392,72</b>

**Obligations 2012**

<b>échéances</b>	<b>10/05/2010</b>	<b>10/05/2011</b>	<b>10/05/2012</b>	<b>10/05/2013</b>	<b>10/05/2014</b>	<b>10/05/2015</b>	<b>10/05/2016</b>	<b>10/05/2017</b>	<b>10/05/2018</b>	<b>10/05/2019</b>	<b>10/05/2020</b>
principal restant dû	24 169 193	24 169 193	24 169 193	24 169 193	24 169 193	24 169 193	24 169 193	21 633 586	17 408 848	10 631 211	0
intérêts courus à la date du jugement arrêtant le Plan	2 469 231										
intérêts à échoir annuellement		1 329 306	1 329 306	1 329 306	1 329 306	1 329 306	1 329 306	1 329 306	1 189 847	957 487	584 717
somme des intérêts à échoir annuellement	<u>12 037 190</u>										
passif admis et certain	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614	38 675 614
<b>amortissement</b>		<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>29%</b>
annuités maximales des Obligations 2012		773 512	1 933 781	1 933 781	1 933 781	1 933 781	1 933 781	3 867 561	5 414 586	7 735 123	11 215 928
<b>annuité par Obligation 2012</b>		<b>0,83</b>	<b>2,08</b>	<b>2,08</b>	<b>2,08</b>	<b>2,08</b>	<b>2,08</b>	<b>4,17</b>	<b>5,83</b>	<b>8,33</b>	<b>12,08</b>

**Obligation 2013**

<b>échéances</b>	<b>10/05/2010</b>	<b>10/05/2011</b>	<b>10/05/2012</b>	<b>10/05/2013</b>	<b>10/05/2014</b>	<b>10/05/2015</b>	<b>10/05/2016</b>	<b>10/05/2017</b>	<b>10/05/2018</b>	<b>10/05/2019</b>	<b>10/05/2020</b>
principal restant dû	149 999 928	146 999 929	143 600 849	137 173 973	137 173 973	137 173 973	137 173 973	137 173 973	107 952 734	64 266 983	0
reconnaissance de la prime de remboursement devenue certaine					57 929 972						
intérêts courus à la date du jugement arrêtant le Plan	2 909 588										
intérêts à échoir annuellement		1 499 999	1 469 999	1 436 008	<u>1 371 740</u>	1 371 740	1 371 740	1 371 740	1 371 740	1 079 527	642 670
somme des intérêts à échoir annuellement					<u>8 580 896</u>						
reconnaissance des intérêts admis devenus certains			0	4 409 587	1 469 999	10 016 904					
passif admis et certain	149 999 928	149 999 928	154 409 515	155 879 514	223 826 391	223 826 391	223 826 391	223 826 391	223 826 391	223 826 391	223 826 391
<b>amortissement</b>		<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>29%</b>
annuités basé sur passif admis et certain		2 999 999	7 720 476	7 793 976	11 191 320	11 191 320	11 191 320	22 382 639	31 335 695	44 765 278	64 909 653
rattrapage des annuités précédentes sur le passif nouvellement certain			88 192	102 900	8 153 625						
annuités maximales des Obligations 2013		2 999 999	7 808 667	7 896 876	19 344 945	11 191 320	11 191 320	22 382 639	31 335 695	44 765 278	64 909 653
<b>annuités par Obligation 2013</b>		<b>2,76</b>	<b>7,18</b>	<b>7,27</b>	<b>17,80</b>	<b>10,30</b>	<b>10,30</b>	<b>20,59</b>	<b>28,83</b>	<b>41,18</b>	<b>59,72</b>

**Obligations 2014**

<b>échéances</b>	<b>10/05/2010</b>	<b>10/05/2011</b>	<b>10/05/2012</b>	<b>10/05/2013</b>	<b>10/05/2014</b>	<b>10/05/2015</b>	<b>10/05/2016</b>	<b>10/05/2017</b>	<b>10/05/2018</b>	<b>10/05/2019</b>	<b>10/05/2020</b>
principal restant dû	175 000 462	175 000 462	175 000 462	173 693 472	167 428 664	160 607 459	153 243 195	134 664 557	106 388 741	63 736 083	0
reconnaissance de la prime de remboursement devenue certaine											30 625 081
reconnaissance des intérêts admis devenus certains		9 253 449	4 375 012	4 375 012	4 342 337	4 185 717	4 015 186	3 831 080	3 366 614	2 659 719	1 593 402
passif admis et certain	184 253 911	188 628 922	193 003 934	197 378 945	201 721 282	205 906 999	209 922 185	213 753 265	217 119 879	219 779 597	221 373 000
<b>amortissement</b>		<b>2,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>5,00%</b>	<b>10,00%</b>	<b>14,00%</b>	<b>20,00%</b>	<b>29,00%</b>
annuités basé sur passif admis et certain		3 772 578	9 650 197	9 868 947	10 086 064	10 295 350	10 496 109	21 375 327	30 396 783	43 955 919	64 198 170
rattrapage des annuités précédentes sur le passif devenu certain			87 500	306 251	521 080	711 572	883 341	1 034 392	1 245 647	1 356 456	31 756 396
annuités maximales des Obligations 2014		3 772 578	9 737 697	10 175 198	10 607 145	11 006 922	11 379 450	22 409 718	31 642 430	45 312 376	95 954 566
<b>annuités par Obligation 2014</b>		<b>31,56</b>	<b>81,46</b>	<b>85,12</b>	<b>88,73</b>	<b>92,07</b>	<b>95,19</b>	<b>187,46</b>	<b>264,69</b>	<b>379,04</b>	<b>802,67</b>