

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

de la société

F O N C I E R E

MASSENA

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE
FONCIERE MASSENA INITIEE PAR

MASSENA PROPERTY

Filiale de ASSURANCES CREDIT MUTUEL VIE S.A.



LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

Des exemplaires du présent projet de note en réponse sont disponibles sans frais auprès de :

Foncière Masséna
42, rue des Mathurins
75008 Paris

Le présent projet de note en réponse est également disponible sur les sites Internet de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com) et de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Foncière Masséna seront mises à disposition du public, conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, selon les mêmes modalités.

I. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE DE MASSENA PROPERTY

CM-CIC Securities, agissant pour le compte de la société Masséna Property, société par actions simplifiée au capital de 47.550 euros, dont le siège social est sis 34, rue du Wacken - 67000 Strasbourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 438 390 841 (ci-après "**Masséna Property**" ou l'"**Initiateur**"), a déposé le 29 novembre 2006 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'"**AMF**") un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Foncière Masséna, société en commandite par actions au capital de 28.409.435,05 euros, dont le siège social est sis 42, rue des Mathurins - 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 632 019 261 (ci-après "**Foncière Masséna**" ou la "**Société**"), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Eurolist (Compartiment C) d'Euronext Paris S.A. sous le code ISIN FR0000037210, d'acquérir leurs actions Foncière Masséna au prix de 12,50 euros par action (ci-après l'"**Offre**"). Le dépôt de l'Offre a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 29 novembre 2006 sous la référence 206C2164.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, CM-CIC Securities, établissement présentateur de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

II. CONTEXTE DE L'OFFRE DE MASSENA PROPERTY

A l'issue d'un processus compétitif d'appel d'offres, et aux termes d'un protocole de cession en date du 26 septembre 2006 modifié par avenant en date du 25 octobre 2006 (ci-après le "**Protocole de Cession**"), conclu notamment entre la société Assurances Crédit Mutuel Vie S.A. (ci-après "**ACM Vie S.A.**"), société anonyme au capital de 505.534.272 euros, dont le siège social est situé 34, rue du Wacken – 67000 Strasbourg, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Strasbourg sous le numéro 332 377 597, filiale de la société Groupe des Assurances du Crédit Mutuel (ci-après le "**Groupe des Assurances du Crédit Mutuel**"), et la société Masséna, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 1.616.432 euros, dont le siège social est situé 10, rue Cimarsa – 75116 Paris (ci-après "**Masséna**"), ACM Vie S.A. s'est engagée à acquérir directement, ou à faire acquérir par toute filiale directe ou indirecte de la société Groupe des Assurances du Crédit Mutuel qu'elle se substituerait, la totalité du capital des sociétés Masséna Property (associé commandité et gérant de Foncière Masséna) et Massimob (associé commandité de Foncière Masséna).

Aux termes du Protocole de Cession, ACM Vie S.A. s'est par ailleurs engagée à acquérir directement, ou à faire acquérir par toute filiale directe ou indirecte du Groupe des Assurances du Crédit Mutuel qu'elle se substituerait, les participations détenues au sein du capital de Foncière Masséna par la société Masséna Belgium d'une part, et par les sociétés Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3 d'autre part, représentant respectivement 22,5% et 29,6% du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 12,50 euros par action. Un certain nombre d'autres actionnaires de Foncière Masséna ont ultérieurement adhéré au Protocole de Cession, portant à 81,68% la fraction du capital devant être acquise par ACM Vie S.A. aux termes du Protocole de Cession dans les conditions décrites ci-dessus.

Le 25 octobre 2006, ACM Vie S.A. a acquis auprès de Masséna la totalité des actions composant le capital de Masséna Property pour un prix de 16,42 millions euros. La société ACM IARD S.A. (également filiale du Groupe des Assurances du Crédit Mutuel) a quant à elle acquis auprès de Masséna la totalité des actions composant le capital de Massimob pour un prix de 8,7 millions d'euros.

Masséna Property, devenue filiale à 100 % de ACM Vie, a dans un second temps acquis auprès des sociétés Masséna Belgium, Horlux 1, Horlux 2, Horlux 3 et des autres actionnaires ayant adhéré au Protocole de Cession un total de 5.591.674 actions Foncière Masséna représentant 81,68 % du capital de la Société, au prix de 12,50 euros par action (soit un prix total de 69.895.925 euros). Ces acquisitions ont été réalisées selon la procédure dite de "cession hors marché" prévue aux articles 516-2 à 516-4 du Règlement général de l'AMF.

A l'issue des opérations décrites ci-dessus, et compte tenu des 516 actions de la Société détenues par Masséna Property préalablement à la réalisation de celles-ci, Masséna Property détient 5.592.190 actions Foncière Masséna, représentant 81,69% du capital de la Société.

CM-CIC Securities, agissant pour le compte de Masséna Property, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 29 novembre 2006. Le projet de note d'information relative à l'Offre établi par Masséna Property est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), ainsi qu'auprès de Masséna Property et de CM-CIC Securities.

III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE MASSENA

Le conseil de surveillance de Foncière Masséna s'est réuni le 4 décembre 2006 sous la présidence de Madame Catherine Barthe pour examiner les conditions du projet d'Offre sur les actions Foncière Masséna. L'ensemble des membres du conseil de surveillance étaient présents. A l'unanimité de ses membres, le conseil de surveillance a, conformément à l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, rendu l'avis motivé suivant :

« Le Conseil de Surveillance de Foncière Masséna a pris connaissance du projet d'offre publique d'achat simplifiée de la société Masséna Property (et notamment du projet de note d'information comportant les motifs et intentions de Masséna Property) visant les actions émises par Foncière Masséna, des éléments d'appréciation du prix de l'offre ainsi que du rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés. Le Conseil a noté que le prix offert par Masséna Property dans le cadre de l'offre était de 12,50 euros par action Foncière Masséna.

Le Conseil de Surveillance a constaté que le prix proposé de 12,50 euros par action Foncière Masséna offrait aux actionnaires minoritaires de Foncière Masséna une prime significative de plus de 48% sur l'actif net réévalué par action de la Société au 30 juin 2006, et de plus de 32% par rapport au dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'opération (41% sur la moyenne des cours de bourse du mois ayant précédé l'annonce).

Le Conseil a également relevé que le prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'offre a été jugé équitable par l'expert indépendant, et qu'il correspond au prix de cession par action, à Masséna Property de plus de 80% du capital de la Société.

Le Conseil a en outre pris connaissance des motifs de l'opération et des intentions de Masséna Property tels que détaillés dans la note d'information de l'initiateur.

Le Président a rappelé au Conseil que Masséna Property avait l'intention de conserver la cotation de la Société, et que les actionnaires avaient le choix entre céder leurs actions dans le cadre de l'offre, ou accompagner la Société, désormais adossée à un grand groupe d'assurances, dans le développement de ses activités.

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, a émis à l'unanimité de ses membres un avis favorable sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée, dont il juge le prix équitable et considère qu'il est conforme tant aux intérêts propres de Foncière Masséna qu'à ceux de ses actionnaires. Le Conseil souligne toutefois qu'en conservant leurs actions Foncière Masséna, les actionnaires disposent de la faculté d'accompagner Foncière Masséna dans une nouvelle phase de son développement. »

IV. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de Foncière Masséna a procédé à la désignation du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été ainsi confiée, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés a rendu le 1^{er} décembre 2006 le rapport suivant :

«

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE FONCIERE MASSENA INITIEE PAR LA SOCIETE MASSENA PROPERTY

Au Conseil de Surveillance de la société Foncière Masséna,

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Masséna Property, portant sur les 1 253 457 actions ordinaires de la société Foncière Masséna qu'elle ne détient pas, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Foncière Masséna s'établit à 12,50 € par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006). Nos diligences sont détaillées au point 7 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par les sociétés Masséna Property et Foncière Masséna, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.11 *Présentation de la société initiatrice*

Masséna Property est une société par actions simplifiée au capital de 47 550 euros, dont le siège social est sis 34 rue du Wacken, 67000 Strasbourg. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 438 390 841.

Masséna Property, récemment acquise par la société Assurances Crédit Mutuel Vie SA (ci-après ACM Vie SA), est l'un des associés commandités et le gérant de Foncière Masséna.

1.12 *Présentation de la société objet de l'offre*

Foncière Masséna est une société en commandite par actions au capital de 28 409 435,05 euros divisé en 6 845 647 actions de 4,15 euros de nominal chacune, dont les actions sont cotées sur le compartiment C du marché Eurolist d'Euronext Paris.

Son siège social est situé au 42, rue des Mathurins – 75008 Paris. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 632 019 261.

Créée en 1969 sous le nom de Socim, elle a finalisé l'arbitrage de la totalité de ses actifs, constitués essentiellement de logements, au cours du premier trimestre 2004.

En mai 2004, dans la perspective de la mise en œuvre d'une nouvelle politique d'investissements, Foncière Masséna a été transformée en commandite par actions. Les sociétés Masséna Property et Massimob, toutes deux filiales de Masséna S.A, sont devenues associés commandités et Masséna Property a été désignée en qualité de gérant de la Société.

Les statuts de la société Foncière Masséna précisent notamment que :

- la nomination d'un ou plusieurs commandités est décidée à l'unanimité des commandités ;
- selon l'article 18 bis, chaque part de commandité (40 parts pour Masséna Property et 60 parts pour Massimob) incorpore un droit à conversion en actions de Foncière Masséna en cas de survenance d'un cas de perte du statut de commandité aux termes de l'article 26 des statuts. Le ratio de conversion est fondé sur l'évolution de l'actif net réévalué de la société Foncière Masséna ;
- le statut d'associé commandité se perd automatiquement dans les cas prévus par la loi, mais également :
 - o en cas de survenance d'une Offre Qualifiée, qui est définie comme suit aux termes de l'article 26 des statuts :
 - *« le dépôt par une ou plusieurs personnes autre(s) que le ou les commandités d'une offre publique obligatoire visant les titres de capital de la Société et cette offre obligatoire est déclarée recevable par l'autorité boursière compétente, ou*
 - *le dépôt par une ou plusieurs personnes autre(s) que le ou les commandités d'une offre publique visant les titres de capital de la Société, cette offre est déclarée recevable par l'autorité compétente et le conseil de surveillance de la Société ainsi que la majorité des commandités ont émis un avis favorable sur l'offre en question ».*
 - o de *« plein droit pour toute personne qui serait encore titulaire d'un statut d'associé commandité le 24 mai 2019 »*

La survenance d'un cas de perte du statut de commandité est qualifiée de « Fait Générateur ».

- aux termes de l'article 27-2, « dans les 15 jours ouvrés suivant la survenance d'un fait générateur, le président du conseil de surveillance, ou à défaut le gérant, convoquera une assemblée générale extraordinaire des commanditaires avec inscription à l'ordre du jour (i) la transformation de la société en société anonyme à conseil d'administration et la désignation des premiers administrateurs, et subsidiairement (ii) la transformation de la société en société anonyme à conseil de surveillance et directoire et la désignation des premiers membres du Conseil de surveillance et du Directoire ».

Foncière Masséna est aujourd'hui une société foncière spécialisée dans l'acquisition, la détention à long terme, le développement et l'arbitrage d'actifs immobiliers destinés à la location. Elle bénéficie du régime fiscal des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC).

Elle a pour vocation de constituer un patrimoine immobilier de rendement, qu'elle détient en propre, composé en particulier d'ensembles immobiliers à usage de locaux commerciaux (hypermarchés, supermarchés, galeries marchandes, magasins spécialisés et commerces de centre ville), dont les rendements locatifs sont assurés par des baux commerciaux à long terme.

La société ne remplit pas les conditions rendant nécessaire l'établissement de comptes consolidés. Elle reste ainsi soumise pour l'établissement de ses états financiers au référentiel comptable français.

1.2 Contexte et termes de l'offre

Masséna Belgium et les sociétés Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3, qui détenaient environ 52,1% de Foncière Masséna, ont initié un processus de cession compétitif conjoint de leur participation, au début du mois de juillet 2006.

Masséna Belgium contrôlait par ailleurs les sociétés commanditées Masséna Property et Massimob via sa filiale Masséna SA.

Un mémorandum d'information a été transmis à une quarantaine d'investisseurs potentiels qui avaient préalablement signé un accord de confidentialité. Ce mémorandum précisait que l'offre devait porter sur Foncière Masséna et les deux commandités, valorisés de manière séparée.

A l'issue du premier tour de consultation, un nombre restreint d'investisseurs a été retenu, qui ont eu la possibilité de procéder à des travaux de due diligence sur la période allant du 20 août au 20 septembre 2006, étant précisé que la remise des offres fermes est intervenue le 21 septembre 2006.

Un protocole de cession a été signé le 26 septembre 2006 aux termes duquel la société ACM Vie s'est engagée auprès de Masséna SA à acquérir ou à faire acquérir par toute filiale directe ou indirecte du Groupe des Assurances du Crédit Mutuel qu'elle se substituerait, 100% du capital de Masséna Property et de Massimob, les deux associés commandités de Foncière Masséna. Aux termes du protocole, ACM Vie s'est également engagée à acquérir directement, ou à faire acquérir par toute filiale directe ou indirecte du Groupe des Assurances du Crédit Mutuel qu'elle se substituerait, les participations détenues au sein du capital de Foncière Masséna, par la société Masséna Belgium d'une part, et par les sociétés Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3 d'autre part, représentant respectivement 22,5% et 29,6% du capital et des droits de vote de la Foncière Masséna, sur la base d'un prix de 12,50 € par action. La signature de ce protocole a fait l'objet d'un communiqué en date du 27 septembre 2006.

Un certain nombre d'autres actionnaires de Foncière Masséna ont ultérieurement adhéré au protocole de cession, portant à 81,68% la fraction du capital devant être acquise par ACM Vie aux termes du protocole de cession dans les conditions décrites ci-dessus.

Aux termes d'un avenant au protocole de cession signé en date du 25 octobre 2006, ACM Vie a acquis à cette même date auprès de Masséna la totalité des actions composant le capital de Masséna Property et la société ACM IARD (également filiale du Groupe d'Assurances du Crédit Mutuel) a quant à elle acquis auprès de Foncière Masséna la totalité des actions composant le capital de Massimob.

Puis Masséna Property, par ailleurs gérant commandité et associé commanditaire de la Foncière Masséna, et devenue filiale à 100% de ACM Vie, a dans un second temps et le jour même, acquis auprès des sociétés Masséna Belgium, Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3 et des autres actionnaires ayant adhéré au protocole de cession un total de 5 591 674 actions représentant 81,68% des titres de la Foncière Masséna, au prix de 12,50 € par action.

Conformément à la réglementation en vigueur, l'acquisition de 81,68% du capital de Foncière Masséna rend obligatoire le lancement d'une offre publique d'achat simplifiée par Masséna Property sur les titres de la société Foncière Masséna qu'elle ne détient pas.

L'offre étant lancée par un des commandités de la société Foncière Masséna, il nous a été indiqué par le conseil de l'acquéreur qu'elle ne pouvait pas être considérée comme une Offre Qualifiée, ainsi que définie à l'article 26 précité des statuts.

L'acquisition de Foncière Masséna par le groupe des Assurances du Crédit Mutuel s'inscrit dans le cadre d'une stratégie visant à constituer une société foncière de taille significative dotée du statut de SIIC. L'acquéreur souhaite en conséquence maintenir la cotation de la Foncière Masséna.

L'acquéreur indique par ailleurs qu'il envisage d'apporter à la société dans un premier temps des actifs immobiliers qu'il détient via ses différentes sociétés d'assurances, représentant un patrimoine de l'ordre de 400 M€. Dans un second temps, il envisage de mettre en œuvre une politique active d'acquisition d'immeubles d'exploitation et de bureaux accompagnant notamment le développement des banques et des filiales du groupe Crédit Mutuel – CIC.

2. PRESENTATION DU CABINET RICOL, LASTEYRIE & ASSOCIES

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'audit ou à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Le cabinet Ricol, Lasteyrie et Associés a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr.

3. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés au cours des douze derniers mois

Au cours des douze derniers mois, le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

| Date | Cible | Initiatrice | Banque présentatrice | Type d'offre |
|--------------|-----------------------|---|---|--|
| novembre-06 | Nissan France SA | Nissan Europe SAS | Société Générale | OPAS / OPR-RO |
| octobre-06 | PagesJaunes Groupe | Fonds gérés par KKR et Goldman Sachs (via Médiannuaire) | BNP Paribas / Goldman Sachs / Lehman Brothers | Garantie de cours |
| octobre-06 | Gemplus International | Gemalto | Deutsche Bank | Droit de retrait / Droit de rachat (1) |
| septembre-06 | TLD Group | Axa Private Equity (via TLD International Holding) | HR Banque | OPAS / OPR-RO |
| mars-06 | APRR | Eiffarie | Lazard / IXIS | Garantie de cours |
| mars-06 | Sanef | Abertis (via Holding d'Infrastructures de Transport) | JP Morgan / Calyon | Garantie de cours / OPR-RO |
| mars-06 | Sodice Expansion | Conforama Holding | Calyon | OPAS |
| février-06 | Buffalo Grill | Colony Capital (via S.A.I.P.) | Rothschild & Cie Banque | OPR-RO |
| décembre-05 | Aigle | SIPDT | HR Société Financière | OPR-RO |

(1) A la demande de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) du Grand Duché de Luxembourg, dans le cadre de la loi luxembourgeoise sur les OPA

4. DECLARATION D'INDEPENDANCE

4.1 Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération

- Nous avons été désignés par le Tribunal de Commerce de Paris en qualité de commissaire à la fusion dans le cadre des fusions par voie d'absorption des sociétés Bail Ouest et Cial Equipement par le CM-CIC Bail.
- S'agissant de la réalisation d'une mission légale à l'occasion d'opérations de restructurations internes au groupe Crédit Mutuel – Crédit Industriel et Commercial, sur des activités très éloignées de celles concernées par la présente opération, nous considérons que cette mission de commissaire à la fusion n'est pas susceptible de remettre en cause notre indépendance dans le cadre de la présente opération.

4.2 Attestation

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'offre publique d'achat simplifiée et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

5. ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associé n'adhère à aucune association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Il s'est en revanche doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêt ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

6. MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 80 0000 euros, hors taxes et hors frais.

7. DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

7.1 Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

| |
|--|
| Prise de connaissance et acceptation de la mission |
| Identification des risques et orientation de la mission |
| Collecte des informations et des données nécessaires (notes d'analyse sectorielle...) |
| Analyse des spécificités de Foncière Masséna (société en commandite par action, régime de SIIC, origine du parc immobilier...) |
| Prise de connaissance des notes d'analystes sectorielles, notes d'analyse sur la société et ses comparables |
| Mise en œuvre d'approches de valorisation |
| Analyse du cours de bourse |
| Actif net réévalué (notamment via la revue des expertises immobilières et des travaux réalisés par un expert indépendant pour déterminer l'actif net réévalué par action pour le commanditaire) |
| Actif net réévalué de reconstitution |
| Transactions comparables |
| Comparables boursiers |
| Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) <ul style="list-style-type: none">- analyse du plan d'affaires- construction du taux d'actualisation- sensibilités |
| Transaction avec le groupe ACM <ul style="list-style-type: none">- analyse du processus d'appel d'offres- analyse du protocole du 26 septembre 2006 et de l'avenant du 25 octobre 2006- analyse du prix offert aux commandités |
| Revue des valorisations retenues lors d'opérations antérieures (cessions, augmentations de capital...) |
| Revue juridique (statuts, procès verbaux de conseils, d'assemblées...) |
| Revue des éléments d'appréciation du prix d'offre inclus dans la note d'information |
| Obtention de lettres d'affirmation de la part des personnes habilitées à représenter Foncière Masséna ainsi que l'acquéreur |
| Note de synthèse |
| Rédaction du rapport |
| Revue de cohérence entre rapport de l'expert et projet de note d'information |
| Revue indépendante |
| Présentation des conclusions |

7.2 Calendrier de l'étude

- Présentation de l'opération par le gérant commandité : 23 et 26 octobre 2006
- Finalisation des termes de la lettre de mission : 31 octobre 2006
- Réception des documents permettant le démarrage des travaux : 2 novembre 2006
- Approbation par le Conseil de surveillance des termes de la lettre de mission : 8 novembre 2006
- Réunion de présentation de l'activité et des perspectives dans les locaux de Masséna Property : 10 novembre 2006
- Réunions de présentation des analyses de valorisation menées par l'acquéreur (ACM Vie) : 15 novembre 2006
- Conférence téléphonique avec le cabinet d'avocats conseil de Foncière Masséna et le gérant : 21 novembre 2006
- Conférence téléphonique avec le gérant, le cabinet d'avocats conseil de Foncière Masséna et le représentant de l'initiateur : 23 novembre 2006
- Entretiens téléphoniques avec l'établissement présentateur : 23 et 24 novembre 2006
- Entretien téléphonique avec le conseil de l'acquéreur : 28 novembre 2006
- Entretiens téléphoniques avec les conseils des vendeurs : 28 novembre 2006
- Entretiens téléphoniques avec le conseil de la société Foncière Masséna : 28 et 29 novembre 2006
- Présentation de nos pré-conclusions : 29 novembre 2006
- Présentation de nos conclusions.

7.3 Liste des personnes rencontrées ou entendues

- Madame Valérie Guillen, Président de Masséna Property
- Monsieur Maurice Mischler, Directeur des Assurances du Crédit Mutuel et membre du conseil de surveillance de la société Foncière Masséna
- Monsieur Pierre Reichert, Directeur des Assurances du Crédit Mutuel et membre du conseil de surveillance de la société Foncière Masséna
- Monsieur Thibault Gozillon, Consultant juridique et fiscal des Assurances du Crédit Mutuel
- Maître Sébastien Prat et Maître Matthieu Pouchepadass, conseils de la Foncière Masséna
- Maître Dominique Schmidt, conseil du groupe ACM
- Monsieur Laurent Camilli, représentant de la banque conseil des vendeurs
- Maître David de Pariente, conseil des vendeurs
- Monsieur Pierre Gerval, représentant de l'établissement présentateur

7.4 Source des informations utilisées

- Informations significatives communiquées par la société Foncière Masséna et le gérant de cette dernière :

- memorandum d'information communiqué aux investisseurs potentiels lors de la première phase de consultation, incluant notamment le plan d'affaires de la société ;
 - statuts de la société Foncière Masséna, incluant les modalités de détermination de la rémunération des commandités et du gérant et les clauses régissant la perte du statut de commandité ;
 - protocole d'accord en date du 26 septembre 2006 et avenant en date du 25 octobre 2006 régissant la transaction sur les titres Foncière Masséna, Masséna Property et Massimob ;
 - rapport d'évaluation établi par Sorgem Evaluation, évaluateur indépendant mandaté par la société Foncière Masséna à l'effet de procéder au calcul de la valeur de référence (indemnité revenant au commandité) et de l'actif réévalué par action pour le commanditaire de la société Foncière Masséna au 30 juin 2006 ;
 - rapports d'expertise immobilière sur les actifs détenus par Foncière Masséna au 30 juin 2006 établis par les cabinets d'expertise immobilière Cushman & Wakefield Healey & Baker et The Retail Consulting Group.
- Informations significatives communiquées par l'initiateur :
 - notes de valorisation des sociétés Foncière Masséna, Masséna Property et Massimob ayant permis de déterminer le prix d'acquisition
 - Informations significatives communiquées par les vendeurs, par l'intermédiaire du gérant :
 - Tableau de synthèse sur les prix ressortant des offres fermes reçues
 - Informations significatives communiquées par les conseils de la société Masséna Property :
 - projet de note d'information relative à la présente offre publique d'achat simplifiée
 - Informations de marché :
 - notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker
 - notes d'information sur des transactions comparables : Autorité des Marchés Financiers
 - éléments financiers sur les sociétés comparables : Datastream
 - données de marché (bêta, taux sans risque, prime de risque...) : Datastream et Associés en Finance

7.5 Personnel associé à la réalisation de la mission

Associée signataire : Sonia Bonnet-Bernard, assistée :

- d'un directeur de mission disposant d'une expérience professionnelle de 15 années, dont une partie significative dans le domaine de l'évaluation d'entreprise, notamment dans le secteur immobilier,
- de deux collaborateurs disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 1 et 8 années.

La revue indépendante a été effectuée par deux associés du cabinet.

8. EVALUATION DE LA SOCIETE FONCIERE MASSENA

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société. Il convient à ce titre de préciser que les méthodes d'évaluation présentées dans la note d'information et le résultat des travaux nous ont été communiqués en cours de mission.

8.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

8.11 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Le patrimoine immobilier de la société est de constitution récente (première acquisition en 2004). Cependant, la référence à l'actif net comptable nous paraît devoir être écartée, dans la mesure où, s'agissant d'une société foncière, l'indicateur de référence de valorisation est l'actif net réévalué (ANR), qui fait l'objet d'une publication semestrielle par les sociétés cotées. Leur patrimoine est en effet évalué par des experts immobiliers indépendants, chaque semestre.

Pour mémoire, l'actif net comptable de la société Foncière Masséna ressort au 30 juin 2006 à 50 M€, soit une valeur par action égale à 7,31 €.

L'offre de Masséna Property fait ainsi ressortir une prime de 71% par rapport à l'actif net comptable par action.

8.12 Rendement

Eu égard à sa date de repositionnement récente, le niveau de distribution de dividendes de la Foncière Masséna ne peut encore être réellement approché.

De plus, le statut de SIIC entraîne des obligations en matière de distribution tant des résultats issus de l'activité de location que de la cession des immeubles, dont le caractère est par essence irrégulier.

Cette méthode a en conséquence été disqualifiée.

8.13 Actualisation des flux de trésorerie

En règle générale, la valorisation d'une société foncière par actualisation des flux de trésorerie n'est pas pertinente, l'activité reposant à la fois sur les revenus locatifs et sur les plus-values de cession. Or, la politique d'arbitrage des actifs du patrimoine est difficile à modéliser.

Au cas particulier de la Foncière Masséna, le plan prévisionnel qui nous a été communiqué intègre uniquement les revenus locatifs. Dans ce contexte, l'actualisation des flux de trésorerie s'apparentera à une simple actualisation de loyers, soit une méthode proche de celle retenue par les experts immobiliers pour déterminer l'actif net réévalué.

Cette méthode a été menée à titre indicatif, sur la base des données prévisionnelles figurant dans le mémorandum d'information, qui résultent des principales hypothèses suivantes :

- Périmètre du patrimoine constant
- Taux de croissance des loyers de 2% par an
- Taux d'actualisation : 7,5%

La valeur obtenue est cohérente avec l'actif net réévalué au 30 juin 2006.

8.2 Méthodes d'évaluation retenues

8.21 Références aux transactions récentes sur le capital de la société

▪ Prise de contrôle par le groupe des Assurances du Crédit Mutuel

La cession de 81,68% des titres de la Foncière Masséna visée par le protocole de cession du 26 septembre 2006, modifié par l'avenant du 25 octobre 2006, constitue une référence particulièrement significative de la valeur de la société.

Analyse du processus de cession initié en juillet 2006

La société Masséna Belgium d'une part et les sociétés Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3 d'autre part détenaient respectivement 22,5% et 29,6% du capital de la société Foncière Masséna.

Le groupe Masséna était également actionnaire des sociétés commanditées Masséna Property et Massimob.

Au mois de juillet 2006, Masséna Belgium d'une part et les sociétés Horlux 1, Horlux 2 et Horlux 3 ont initié conjointement un processus de cession de leurs participations dans Foncière Masséna, le groupe Masséna cédant également les deux sociétés commanditées, Masséna Property et Massimob.

Ainsi que précisé dans le courrier présentant le processus de cession envoyé aux différents candidats postérieurement à la signature d'un accord de confidentialité :

- l'offre devait porter sur les trois sociétés et valoriser séparément chacune d'entre elles ;
- les principes de valorisation et les éléments clefs justifiant de l'intérêt des candidats devaient être présentés.

Il est indiqué dans le mémorandum d'information que l'acquéreur pouvait soit conserver la structure de société en commandite par actions, soit procéder à la transformation de celle-ci, notamment en société anonyme.

Nous n'avons pas eu accès au dossier des vendeurs, notamment aux offres reçues. Le processus de cession nous a été décrit par le gérant de la société Foncière Masséna et l'acquéreur et un tableau synthétisant les offres reçues au 2^{ème} tour nous a été communiqué. La procédure suivie et rappelée au paragraphe 1.2 du présent rapport, nous paraît répondre à tous les critères d'une procédure d'enchères concurrentielles.

Les éléments qui nous ont été communiqués sur les offres fermes reçues par les vendeurs en septembre 2006 montrent que l'offre du mieux disant a été retenue, tant pour les trois sociétés globalement que pour Foncière Masséna.

Nous observons qu'un certain nombre d'autres actionnaires de Foncière Masséna ont ultérieurement expressément et irrévocablement adhéré au protocole de cession, portant à 81,68% la fraction du capital devant être acquise par le groupe ACM, au prix de 12,50 € par action. Les Membres du Conseil de Surveillance qui détenaient des titres les ont cédés au prix de 12,50 € par action.

Nous avons étudié le protocole de cession du 26 septembre 2006 et son avenant du 25 octobre 2006, dont nous nous sommes fait confirmer qu'ils constituaient l'intégralité des accords entre les parties.

Aux termes du contrat, ACM Vie a acquis la totalité du capital de la société Masséna Property, associé commandité gérant, et ACM IARD, filiale d'ACM Vie, a acquis la totalité du capital de Massimob, associé commandité. Les prix de cession ayant été finalisés dans les conditions fixées par le protocole de cession, le capital de Masséna Property a été acquis pour 16,42 M€ et le capital de Massimob pour 8,7 M€.

Masséna Property, devenue filiale à 100% d'ACM Vie, a alors acquis 81,68% des actions de Foncière Masséna, au prix de 12,50 € par action.

▪ **Analyse de la valeur offerte pour Foncière Masséna**

Le prix payé pour l'achat de Foncière Masséna par le groupe Assurances du Crédit Mutuel est identique à celui proposé dans le cadre de la présente offre, soit 12,50 € par action, ce qui valorise la société à 85,6 M€.

L'achat de Foncière Masséna s'est accompagné de l'acquisition des deux associés commandités pour un prix global de 25,1 M€, auprès du groupe Masséna.

De façon à apprécier la répartition de la valeur entre commanditaires et commandités, nous nous sommes fait communiquer les éléments sur lesquels l'acquéreur avait déterminé les prix qu'il avait proposés pour les trois structures et nous sommes entretenus avec les représentants des ACM en charge de la négociation pour comprendre l'économie globale de la transaction.

L'une des spécificités de la transaction intervenue est le maintien de la structure en commandite de la société Foncière Masséna. Le groupe des ACM nous a en effet confirmé le fait que le maintien de la structure en commandite était un élément déterminant de son offre.

▪ **Analyse du prix de rachat des commandités**

Prix total offert par l'acquéreur

Ce prix peut s'analyser ainsi :

| M€ | Foncière Masséna (base à 100%) | Commandités | Total |
|---|--------------------------------------|--------------|--------------|
| Détail du prix offert | 85,6 | 25,1 | 110,7 |
| % | 77,3% | 22,7% | 100,0% |
| Dont : | | | |
| actif net réévalué propre aux sociétés | 57,6 | 6,3 | |
| <i>Prix offert aux commandités hors patrimoine propre</i> | | 18,9 | |
| rémunération de la gérance - patrimoine actuel | | 1,7 | |
| droits financiers des commandités | | 2,4 | |
| Prime | 28,0 | 14,8 | |
| Prime en % de la transaction totale | 25,3% | 13,3% | |

Actifs physiques appartenant aux commandités

Masséna Property exerce une activité commerciale et de développement (analyse des projets d'investissement qui lui sont proposés, négociation des acquisitions et des cessions, montage des projets...). Elle ne détient ni actif immobilier, ni participation autre que celle concernant Foncière Masséna (516 titres). Son actif net au 30 juin 2006 s'établit à 0,8 M€ (composé essentiellement de trésorerie).

Massimob détient deux ensembles immobiliers par l'intermédiaire de ses filiales, Flandre Offices SAS et Darboy SAS, respectivement situés à Croix (59) et à Paris (11^e). Ces actifs immobiliers ont été valorisés sur la base d'une estimation de leur valeur de marché, ce qui conduit à un actif net réévalué de Massimob à la date de la transaction de l'ordre de 5,5 M€.

Le prix de 25,1 M€ offert par l'acquéreur pour l'achat des commandités intègre ainsi à hauteur de 6,3 M€ les actifs propres des sociétés. Un montant de 18,9 M€ a donc été attribué par l'acquéreur à la valeur des droits des commandités, comprenant la gestion et le contrôle.

Valeur de la gérance

Masséna Property, en qualité de Gérant, perçoit une rémunération fixée par les statuts de Foncière Masséna, se décomposant ainsi :

1. rémunération trimestrielle égale à 0,10% de la valeur d'expertise (hors droits) des actifs immobiliers (calculée au prorata temporis pour les actifs immobiliers acquis en cours de trimestre)
2. rémunération égale à 0,75% du prix d'acquisition hors droits
3. rémunération égale à 0,50% du prix de cession d'un actif immobilier

Sur la base du patrimoine actuel de la Foncière Masséna, la valeur de la gérance assurée par Masséna Property jusqu'au terme prévu de la commandite (mai 2019) peut être estimée à 1,7 M€.

Valeur des droits financiers des commandités

Les droits financiers des commandités sont directement fixés par les statuts, s'agissant tant de la part de l'associé commandité dans les résultats annuels que des modalités de dédommagement dans le cas de la perte du statut de commandité.

La qualité d'associé commandité permet à Masséna Property et Massimob de bénéficier d'une quote-part réservée sur le bénéfice distribuable de Foncière Masséna, soit 10% de celui-ci.

La perte du statut de commandité aurait automatiquement entraîné une conversion des parts de commandité en actions de la société selon un ratio fondé sur l'ANR, dans des conditions définies à l'article 26 des statuts ; le calcul du ratio est confié à un expert indépendant désigné par la gérance et le conseil de surveillance.

La valeur du droit à conversion, calculée au 30 juin 2006, aurait été de 3,4 M€ selon l'expert indépendant dont nous avons revu le rapport.

En l'absence de perte du statut de commandité, la valorisation des droits financiers des commandités peut s'effectuer par actualisation des résultats revenant aux commandités aux termes des statuts jusqu'à la date de décommanditation prévue en 2019, majorée des droits à conversion à horizon 2019 déterminés sur la base du patrimoine actuel de Foncière Masséna. Cette valeur ressort à 2,4 M€ sur la base du patrimoine actuel de Foncière Masséna.

Valeur des autres droits des commandités

Les commandités bénéficient par ailleurs de droits non financiers liés à l'organisation de la société Foncière Masséna et à son contrôle. Ainsi, les commandités de Foncière Masséna :

- désignent les gérants, qui sont investis des pouvoirs les plus étendus pour la gestion de la société, sans que l'accord du conseil de surveillance ou de l'assemblée soit nécessaire. La révocation du gérant est également du ressort des associés commandités, qui statuent à l'unanimité (gérant commandité exclu) ;
- doivent donner leur accord préalable avant toute soumission de résolution à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire (hors élection, révocation des membres du conseil de surveillance) ou extraordinaire ;
- sont nommés pour une période allant jusqu'en mai 2019, sauf survenance d'un événement spécifique prévu à l'article 26 des statuts.

Dans ce contexte, le transfert du contrôle effectif de la Foncière Masséna ne peut se faire sans la cession conjointe des titres des associés commandités.

Ces droits ressortent dans l'analyse du prix payé à 14,8 M€.

L'acquéreur nous a indiqué avoir tenu compte dans la valorisation des autres droits des rémunérations de gérance que le commandité gérant percevra en fonction du patrimoine devant être apporté ou cédé à Foncière Masséna sur les années 2007 et 2008. Sur une période de 10 ans, cette valeur représente selon lui un montant global de 10,3 M€.

Les éléments retenus dans les calculs, que nous avons revus, nous ont été confirmés par le groupe ACM dans une lettre d'affirmation.

A l'issue de l'analyse menée sur la répartition de la valeur entre les commandités et les commanditaires, nous observons que :

- la cession des sociétés commanditées par leurs actionnaires est libre ;
- selon les indications qui nous ont été fournies, les offres fermes reçues dans le cadre de l'appel d'offres offraient toutes une prime significative aux commandités par rapport à la valeur calculée sur le patrimoine actuel de la société ;
- nous n'avons pas trouvé de transaction similaire, permettant d'apprécier les prix offerts aux commandités, et notamment au gérant commandité. Les transactions récentes intervenues sur des sociétés en commandite concernaient des cas de décommanditation et ne sont pas applicables au cas particulier.

Nous observons cependant que la prime attribuée aux commandités s'apparente par nature à une prime de contrôle.

La valeur des primes de contrôle est largement variable et ne peut être déterminée par une approche quantitative. La prime proposée par l'acquéreur correspond à 13,3 % de la transaction et se situe dans la fourchette des primes constatées sur le marché à l'occasion de prises de contrôle, qui s'établit très généralement entre 10% et 30% (à titre d'exemple, les primes offertes sur les récentes prises de contrôle de SIIC sont comprises entre 7% et 30% par rapport au cours de bourse des cibles avant opération).

▪ **Autres transactions significatives intervenues sur le capital de la société**

Nous rappelons les transactions significatives précédentes intervenues sur le capital de la société Foncière Masséna :

| Transactions | Date | Valeur par action |
|--|---------------|-------------------|
| Reclassement de 98,08% des titres de Foncière Masséna par Immobilière Appoline auprès de Masséna Property | Avril 2004 | 7,30 € |
| Offre publique de retrait lancée pour permettre le changement de statut de la société (aucune action n'a été apportée) | Mai 2004 | 7,68 € |
| Augmentation de capital pour financement de l'acquisition du portefeuille Carrefour | Novembre 2004 | 7,30 € |
| Augmentation de capital pour rémunérer l'apport du portefeuille Devianne | Juin 2006 | 8,50 € |

Le prix offert fait en conséquence ressortir une prime de 47% par rapport à la valeur retenue pour la dernière augmentation de capital de juin 2006.

8.22 Méthode de la référence au cours de bourse de la société

Le prix offert de 12,50 € par action peut se comparer au cours de bourse de la société précédant l'annonce de l'opération (27 septembre 2006).

L'action Foncière Masséna est cotée sur l'Eurolist d'Euronext Paris (Compartiment C).

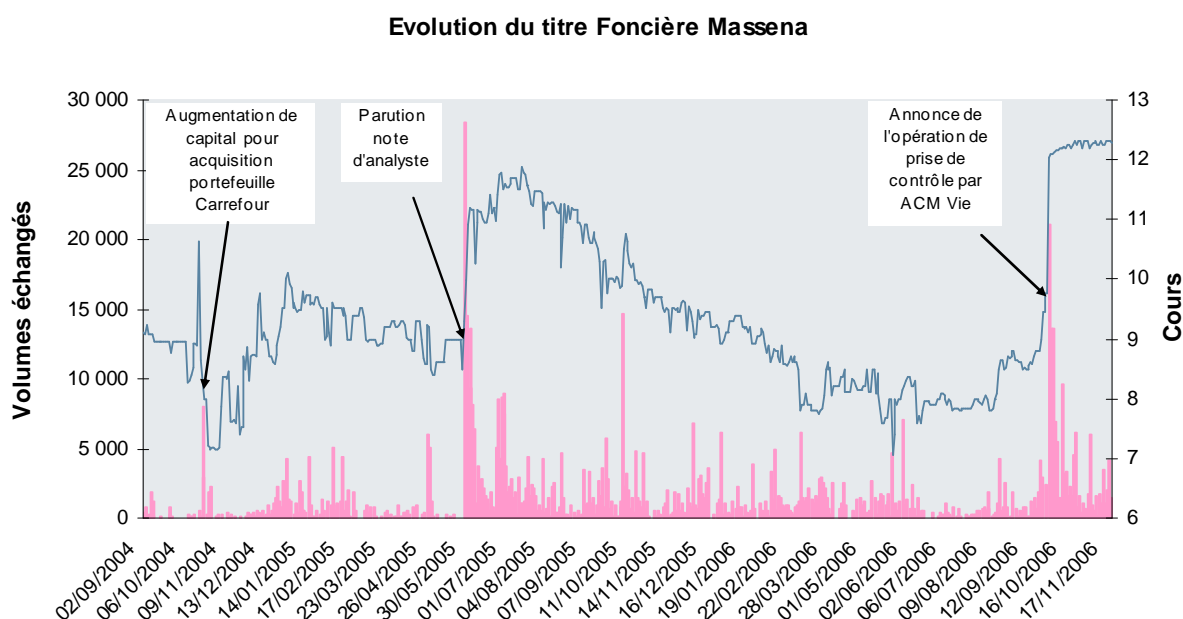
Son flottant, soit 15,3% des titres, reste limité et la liquidité des titres est faible :

Analyse de la liquidité du titre Foncière Massena

| Période | Volume quotidien moyen | | Volume cumulé | |
|---------|------------------------|---------------|------------------|------------|
| | nombre de titres | % du flottant | nombre de titres | % flottant |
| 1 mois | 836,40 | 0,08% | 19237 | 2% |
| 3 mois | 641,20 | 0,06% | 41035 | 4% |

Parcours boursier

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Foncière Massena depuis qu'elle a été transformée en société en commandite par actions (mai 2004) et que le marché a pris en compte cette transformation :



Commentaires :

- les comptes clos le 31 décembre 2004 ayant fait état d'un actif net réévalué par action de 5,98 €, en deçà du cours de bourse, une correction s'est opérée sur ce dernier entre début mars et fin mai 2005 ;
- la publication, fin mai 2005, d'un article vantant les avantages du statut des SIIC, et citant Foncière Massena a engendré une forte demande de titres, se traduisant, dans la première semaine de juin 2005, par un pic du volume de titres échangés et portant le cours de l'action jusqu'à un maximum de 11,89 €, atteint mi-juillet 2005 ;
- par la suite, le cours s'est ajusté pour retrouver un niveau de cours proche de l'ANR par action : ainsi, au 30 juin 2006, l'ANR s'élevait à 7,91 € par action, pour un cours de 8,0 €. Les volumes de titres échangés sont également revenus à des niveaux proches des volumes historiques ;
- durant l'été 2006, marquant le début de la procédure de cession de Foncière Massena, le cours a enregistré une hausse limitée (jusqu'à 9,75 €) toujours dans des volumes mesurés ;
- l'annonce de l'accord signé avec le groupe ACM en vue du changement de contrôle de la société, sur la base d'un prix de 12,50 € par action a entraîné une hausse du cours et des volumes échangés. Le communiqué évoquait par ailleurs le lancement de la présente OPAS, en conformité avec la réglementation boursière ;

¹ (après dilution liée au mécanisme de conversion statutaire des parts de commandités)

- le titre Foncière Masséna se maintient depuis aux environs de 12,30 €, dans des volumes qui ont retrouvé leur niveau d'avant l'été.

Analyse des primes implicites de l'offre par rapport au cours de bourse historique

| | Cours moyen pondéré (€) | Prime offerte | Volume quotidien moyen |
|------------------------------|-------------------------|---------------|------------------------|
| Prix de référence | 12,50 | | |
| Clôture du 26 septembre 2006 | 9,45 | 32,28% | ns |
| 1 mois | 8,87 | 40,92% | 836,40 |
| 3 mois | 8,49 | 47,23% | 641,20 |
| 6 mois | 8,21 | 52,25% | 887,00 |
| 1 an | 8,88 | 40,77% | 1137,60 |
| Plus haut sur 12 mois | 10,75 | 16,28% | ns |
| Plus bas sur 12 mois | 7,06 | 77,05% | ns |

Le titre ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par les analystes, nous n'avons pu comparer le prix offert par rapport aux objectifs de cours.

Le prix offert fait ainsi ressortir des primes de l'ordre de 30 à 50% sur les cours de bourse moyens calculés sur la dernière année. La pertinence de ce critère est cependant limitée par la faible liquidité du titre.

8.23 Actif net réévalué

Actif net réévalué hors droits au 30 juin 2006 déterminé par un expert indépendant

L'actif net réévalué, sur la base d'une valorisation du patrimoine immobilier réalisée par des experts immobiliers, est une donnée publiée par l'ensemble des sociétés foncières cotées.

Au cas particulier de la Foncière Masséna, l'actif net réévalué fait par ailleurs l'objet d'une analyse spécifique par un expert indépendant dans le cadre de la détermination du ratio de conversion et de l'actif net réévalué par action pour le commanditaire de la société Foncière Masséna, ainsi que prévu dans les statuts.

Aux termes des statuts (article 27), il est précisé que « l'actif net réévalué correspond au montant des capitaux propres comptables sociaux avant affectation des résultats, auxquels sont ajoutés (i) les plus ou moins values latentes sur les éléments de son actif social, en particulier sur le patrimoine immobilier et sur les titres détenus et (ii) l'impact de la mise en valeur de marché des dettes financières et des instruments financiers ».

L'actif net présenté dans l'évaluation réalisée par l'expert indépendant au 30 juin 2006 (Sorgem Evaluation) ressort à 57 574 998 €, soit une valeur par action de 8,41 €, avant dilution des droits des commandités.

Les travaux de valorisation des actifs immobiliers sont réalisés par deux experts immobiliers spécialisés dans l'évaluation de patrimoines commerciaux (Cushman & Wakefield Healey & Baker et The Retail Consulting Group), qui interviennent chacun sur une partie du parc. La prise de connaissance de leurs travaux nous amène à formuler les commentaires suivants :

- l'ensemble du parc a été expertisé, à l'exception de l'immeuble de locaux commerciaux de Barentin (76) acquis en VEFA le 30 mai 2006 pour une livraison prévue au début du mois de novembre 2006. Nous comprenons que le centre commercial a effectivement ouvert ses portes à la date prévue ;
- l'évaluation hors frais et droits d'enregistrement des actifs immobiliers est faite de manière homogène, sur la base d'une capitalisation du revenu effectif net (loyers nets des charges non récupérables sur le locataire). Les options retenues en matière de valorisation, notamment les taux de capitalisation retenus, n'appellent pas d'observation particulière au regard des actifs évalués

(taux compris entre 5,5% et 8%, en fonction des actifs et de la commercialité de la zone d'implantation) ;

- eu égard à la date récente de constitution du parc, le niveau global de plus-value latente observé, soit 6,5 M€ n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

| M€ | valeur brute | valeur nette | valeur expertise | plus value | Description du patrimoine |
|------------------------|-------------------|--------------|------------------|------------|--|
| au 30 juin 2006 | | | | | |
| Portefeuille Arche | 50,8 | 47,5 | 53,7 | 6,2 | Galeries commerciales, supermarchés Ed et supermarchés Champion. Décembre 2004 |
| Pyrénées | <i>n.c. (TUP)</i> | 4,0 | 4,5 | 0,5 | 2005 |
| Portefeuille Devianne | 26 | 26 | 26,3 | 0,3 | Portefeuille d'immobilier commercial - apporté en juin 2006 - France entière |
| Portefeuille Evergreen | 6,8 | 6,7 | 6,2 | -0,5 | Surface commerciales et de bureaux - Paris. Moins value liée aux frais d'acquisition (premier semestre 2006) |
| Total | | 84,2 | 90,7 | 6,5 | |

Par ailleurs, l'immeuble de Barentin, acquis en VEFA et livré début novembre 2006 reste valorisé sur la base du prix d'acquisition et ne dégage ainsi ni plus-value, ni moins value.

Sur la base des éléments au 30 juin 2006, l'actif net réévalué hors droits ressort à 57,6 M€ :

| | M€ |
|---|-------------|
| capitaux propres au 30 juin 2006 | 50,0 |
| plus values sur actifs immobiliers | 6,5 |
| valorisation des dettes à la valeur de marché | 1,3 |
| non valeurs (charges à répartir) | -0,2 |
| Actif net réévalué hors droits au 30 juin 2006 | 57,6 |
| Valeur par action (euros) | 8,41 |

Le prix proposé à 12,50 € par action offre ainsi une prime de 48,6% sur l'actif net réévalué hors droits de Foncière Masséna, avant dilution liée aux droits des commandités.

La structure en commandite étant maintenue, l'analyse sur une base diluée, calculée dans le cas de la perte du statut des commandités, n'est plus pertinente.

Nous observons que l'ANR est issu d'une sommation d'actifs isolés, et n'intègre donc pas la prime qui pourrait résulter d'une valorisation globale du portefeuille.

Il nous apparaît que la prime offerte couvre à la fois l'avantage du statut SIIC et la prime de portefeuille.

Actif net de reconstitution au 30 juin 2006

L'actif net réévalué retenu dans le cadre de l'évaluation s'entend du côté du vendeur, soit hors frais et hors droits.

A titre indicatif l'actif net de reconstitution du portefeuille ressort à 63,2 M€, soit une valeur unitaire de 9,23 € par action sur une base non diluée.

L'actif net de reconstitution n'est généralement pas retenu comme un indicateur de valeur, car il mesure le coût pour l'actionnaire davantage que la valeur du patrimoine.

8.24 Méthode des multiples observés sur des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu à des engagements spécifiques (garanties de passif et autres) qui restent souvent confidentiels et ne permettent pas d'avoir une approche précise de la valorisation.

Pour déterminer les transactions comparables, nous avons retenu les critères suivants :

- transactions intervenues au cours des deux dernières années, afin de se placer dans un environnement immobilier équivalent ;
- sociétés foncières réalisant l'essentiel de leur activité sur la location simple d'actifs immobiliers et bénéficiant d'un statut SIIC ;
- offre présentant une composante en numéraire significative ;
- sociétés foncières de taille comparable.

Par ailleurs, le marché immobilier présentant une dynamique spécifique au pays d'implantation des actifs, seules les transactions concernant des sociétés ayant un portefeuille d'actifs situé essentiellement en France ont été étudiées.

Après examen, nous avons notamment exclu de notre échantillon les deux transactions récentes suivantes :

- l'acquisition par Morgan Stanley Real Estate d'un bloc de contrôle représentant 67,7 % du capital de Mines de la Lucette le 30 mars 2005. En effet, le patrimoine de la société cible était pour l'essentiel constitué d'un hôtel en cours de construction, d'où un niveau d'Ebitda peu significatif ;
- l'offre publique d'achat simplifiée lancée par Realia sur les titres de SIIC de Paris, qui réalise une part substantielle de son chiffre d'affaires (56%) sur une activité de crédit-bail (juillet 2006).

Références retenues

Les analyses mises en œuvre nous ont conduits à retenir les transactions suivantes :

- offre publique d'achat de la Foncière des Régions sur Bail Investissement en décembre 2004. Cette opération a été suivie d'une fusion absorption intervenue en janvier 2006 ;
- offre publique d'achat de Metrovacesa sur Gecina en mars 2005 ;
- rachat par Icade des 19,2% détenus par Mederic Prevoyance et Auxia Immobilier dans le capital de la société Icade Foncière des Pimonts ;
- offre publique d'achat simplifiée de Grupo Inmocaral sur les titres de la Société Foncière Lyonnaise en novembre 2006.

Il convient d'observer que si ces transactions portent toutes sur des sociétés foncières bénéficiant du régime SIIC et exerçant l'essentiel de leur activité dans la location simple d'actifs immobiliers, leur patrimoine n'est pas totalement comparable (forte prédominance de locaux commerciaux chez Foncière Masséna) et les cibles sont de taille plus importante (taille encore limitée de Foncière Masséna, eu égard à son repositionnement récent).

Cette méthode n'est ainsi utilisée qu'à titre de recoupement.

Agrégats jugés pertinents

La valorisation des sociétés foncières se fait en général par recours aux multiples :

- de cash-flows courants : en l'absence d'informations suffisantes pour calculer le multiple de cash-flow courant sur l'ensemble des sociétés comparables, la référence à un multiple d'Ebitda a été retenue, après retraitement des ajustements de valeurs ;
- de prime sur actif net réévalué, étant rappelé le caractère clef de ce dernier indicateur pour les sociétés immobilières.

Les multiples d'Ebit ou de PER ne se révèlent pas adaptés compte tenu des différences de politique d'amortissement observées (et plus encore du fait de l'option offerte d'amortir ou non les immeubles de placement selon la norme IAS 40).

La référence à un multiple de chiffre d'affaires, qui ne tient pas compte de la rentabilité des actifs et donc des performances de la foncière, a également été écartée.

Les multiples relatifs aux transactions jugées comparables ont été déterminés à partir des valeurs induites par les prix d'acquisition et les agrégats financiers historiques de ces sociétés sur l'année fiscale précédant la date de réalisation de l'opération, ou sur les agrégats semestriels le cas échéant.

Synthèse des multiples obtenus

| transaction | | multiples | |
|-------------|---|-----------|------------------|
| Date | Cible/Acqureur | VE/EBITDA | prime offre /ANR |
| 07/12/2004 | Bail Investissement/Fonciere des regions SA | 15,05x | 1,12x |
| 14/03/2005 | Gecina/Metrovacesa | 21,7x | 1,14x |
| 13/07/2005 | Icade Fonciere des pimonts/ICADE | 21,4x | 1,22x |
| 12/10//2006 | Societe Fonciere Lyonnaise/Immobilaria Colonial | 25,0x | 1,12x |
| Moyenne | | 20,8x | 1,15x |

Multiple d'Ebitda

Le patrimoine de la société Foncière Masséna est de constitution récente, et certains actifs ont été acquis courant 2006. Dans ce contexte, il a été nécessaire de procéder à la détermination d'un niveau d'Ebitda pro-forma de Foncière Masséna pour 2006, en considérant :

- que les actifs détenus sont loués en année pleine ;
- que les frais généraux représentent 15% des revenus, soit un niveau en ligne avec celui observé dans les éléments prévisionnels pour 2006 et 2007 présenté dans le memorandum d'information.

L'application des multiples à l'Ebitda proforma de Foncière Masséna permet d'appréhender la valeur d'entreprise de la société.

La valeur des fonds propres est obtenue en déduisant de la valeur d'entreprise la dette nette de Foncière Masséna au 31 décembre 2006, telle qu'elle ressort des éléments prévisionnels figurant dans le memorandum d'information.

La valeur de l'action Foncière Masséna ainsi obtenue se présente comme suit, étant précisé que le niveau d'Ebitda utilisé est corrigé de la part revenant aux commandités :

| | M€ |
|---|-------------|
| x Ebitda | moyenne |
| Ebitda proforma Foncière Masséna 2006e | 6,96 |
| part revenant aux commanditaires (90%) | 6,27 |
| multiple | 20,8x |
| Valeur d'entreprise | 130,15 |
| Dette nette au 31/12/2006 | 46,20 |
| Valeur des capitaux propres | 83,95 |
| nombre d'actions | 6 845 647 |
| Valeur par action (€) | 12,26 |
| offre (€) | 12,50 |
| Prime | 1,9% |

Les valeurs obtenues sont ainsi en ligne avec le prix offert dans le cadre de la présente offre. Les transactions retenues portant sur des cibles bénéficiant du statut SIIC, aucune prime de SIIC ne doit être ajoutée aux valeurs obtenues.

Il doit être observé que certaines cibles ont des projets de promotion immobilière, dont l'impact n'est pas reflété dans l'Ebitda.

Multiple d'actif net réévalué

Le multiple identifié lors de l'analyse des transactions comparables a été appliqué à l'actif net réévalué calculé par l'expert indépendant au 30 juin 2006, sur la base de la quote-part revenant aux commanditaires :

| | M€ |
|---|-----------|
| x offre / ANR | moyenne |
| ANR Foncière Masséna au 30 juin 2006 | 57,58 |
| multiple | 1,15x |
| Valeur des capitaux propres | 66,30 |
| nombre d'actions | 6 845 647 |
| Valeur par action (€) | 9,68 |
| offre (€) | 12,5 |
| Prime | 29,1% |

L'offre de Masséna Property fait ainsi ressortir une prime de 29,1% par rapport à la valeur induite par l'application d'un multiple d'actif net réévalué.

La différence avec les valeurs obtenues par application d'un multiple d'Ebitda peut être expliquée par un certain niveau de vacance des locaux dans les sociétés cibles, ainsi que par l'existence de projets en promotion, non pris en compte dans l'Ebitda.

8.25 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Une foncière cotée peut être considérée comme étant comparable à Foncière Masséna dès lors qu'elle présente des similitudes en termes de domaine d'activité (types d'actifs, clientèle, secteur géographique), de niveau de volatilité, de perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges, de structure de financement et de taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière).

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à Foncière Masséna, eu égard aux spécificités de cette dernière :

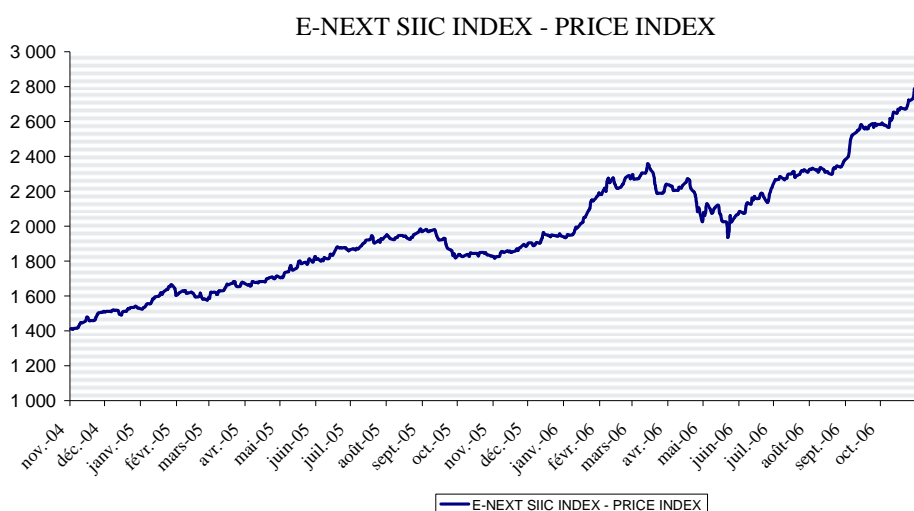
- actifs essentiellement commerciaux
- portefeuille de constitution récente, d'où une taille encore limitée de la société
- pas de projet de promotion significatif à ce jour

A titre indicatif, nous observons que le prix d'offre de 12,50 € par action fait ressortir un multiple de 1,49 sur l'actif net réévalué de la société Foncière Masséna.

Ce multiple est supérieur à la moyenne observée sur les différentes foncières bénéficiant du régime SIIC, étant précisé que les cours de ces sociétés ont particulièrement performé sur les trois derniers mois, comme en témoigne l'évolution de l'indice E-Next SIIC :

| au 28 novembre 2006 | 28-nov-06 | Cours moyen 1 mois | Cours moyen 3 mois |
|--|-----------|--------------------|--------------------|
| cours / ANR 30 juin 2006 (hors frais et hors droits, totalement dilué) * | 1,38x | 1,37x | 1,29x |
| Valeur induite de Foncière Masséna (M€) | 76,6 | 75,9 | 71,5 |
| soit par action (€) | 11,19 | 11,09 | 10,44 |

* Sociétés non retenues car n'ayant pas publié leur ANR au 30 juin 2006 : ANF, SIIC de Paris, Lucia, ADT SIIC, Société Foncière Paris Ile de France et ADC SIIC



8.3 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de la présente offre publique d'achat simplifiée, soit **12,50 €** par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

| | Note d'information | Expert indépendant | | Prime / (décote) à 12,5€ | |
|---|-----------------------|--------------------|--------|--------------------------|--------|
| | | +bas | + haut | +bas | + haut |
| Transaction (bloc de contrôle) | 12.50 | 12.50 | | 0.0% | |
| Cours de bourse | | | | | |
| - au 26 septembre 2006 | 9.45 | 9.45 | | 32.3% | |
| - moyenne un mois | 8.87 | 8.87 | | 40.9% | |
| - moyenne 3 mois | 8.49 | 8.49 | | 47.2% | |
| - moyenne 1 an | 8.88 | 8.88 | | 40.8% | |
| Principales transactions sur le titre | | | | | |
| - OPR de mai 2004 | 7.68 | 7.68 | | 62.8% | |
| - augmentation de capital novembre 2004 | 7.3 | 7.3 | | 71.2% | |
| - augmentation de capital juin 2006 | 8.5 | 8.5 | | 47.1% | |
| Actif net réévalué et résultat futurs | 10.07 | | | 24.1% | |
| Actif net réévalué | | 8.41 | | 48.6% | |
| <i>A titre de recoupement</i> | | | | | |
| <i>multiples de transactions comparables</i> | | 9.7 | 12.3 | 29.1% | 2.0% |
| <i>multiples de sociétés cotées comparables</i> | | 10.44 | 11.19 | 19.7% | 11.7% |

9. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX MENTIONNES DANS LA NOTE D'INFORMATION

9.1 Méthodes d'évaluation écartées

9.11 Méthode des objectifs de cours des analystes

Ainsi que précisé dans l'analyse des cours de bourse, le titre ne fait pas l'objet d'un suivi régulier par les analystes. Nous n'avons en conséquence pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté cette méthode.

9.12 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté cette méthode.

9.13 *Multiple de l'Ebitda observé sur des transactions comparables*

L'initiateur a écarté cette méthode, considérant, d'une part, que les transactions récemment intervenues sur des sociétés ayant le statut de SIIC ne portaient pas sur des sociétés comparables et, d'autre part, que les Ebitda de 2003 à 2006 de Foncière Masséna ne pouvaient être considérés comme des indicateurs pertinents de la rentabilité de la société en raison des opérations de restructuration récentes.

Nous avons, pour notre part, mis en œuvre cette approche à titre de recoupement, sur la base d'un Ebitda proforma 2006 de la société Foncière Masséna (déterminé en considérant que l'ensemble des actifs immobiliers acquis par la société en 2006 est loué en année pleine).

Nous avons également eu recours, à titre de recoupement, à une approche de valorisation sur la base de multiples d'ANR observés sur des transactions ayant concerné des SIIC.

9.14 *Multiples de sociétés cotées comparables*

L'initiateur a écarté cette méthode.

Nous l'avons pour notre part mise en œuvre à titre de recoupement sur la base de l'actif net réévalué à l'effet d'analyser le positionnement de la prime offerte par rapport à la prime constatée sur l'ensemble des foncières bénéficiant du régime SIIC.

La prime de 49% offerte par rapport à l'actif net réévalué est supérieure à la moyenne des primes offertes par les cours de bourse des différentes sociétés ayant opté pour le régime SIIC, par rapport à leur actif net réévalué.

9.15 *Actualisation des flux de trésorerie*

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté cette méthode.

9.2 Méthodes d'évaluation retenues

9.21 *Transaction de référence*

La présentation faite de la transaction dans la note d'information est centrée sur l'acquisition des titres Foncière Masséna, mais n'inclut pas d'analyse des prix offerts aux commandités. Or, et ainsi que prévu dans la lettre présentant les modalités du processus de cession envisagé aux candidats à l'acquisition ainsi que dans le protocole de cession, la transaction porte sur l'ensemble des trois sociétés, à savoir Foncière Masséna, Masséna Property et Massimob.

Dans ce contexte, nous avons procédé à une analyse globale de la transaction, et nous nous sommes notamment entretenus avec les représentants du groupe ACM pour comprendre l'origine du prix offert pour le rachat des sociétés Masséna Property et Massimob eu égard notamment aux spécificités des sociétés en commandite par actions.

Notre analyse ne nous conduit pas à remettre en cause le prix de 12,50 € par action Foncière Masséna.

9.22 Cours de bourse

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence au cours de bourse, telle que présentée dans la note d'information, à l'exception du fait que la période retenue pour déterminer les cours extrêmes est plus longue que celle que nous avons privilégiée.

La valeur haute affichée dans la note d'information, soit 11,89 €, est ainsi directement liée à l'engouement ponctuel sur la valeur suscitée par la note d'analyste publiée en mai 2005. La valeur la plus haute que nous avons observée sur une période d'un an, soit 10,75 €, bénéficie toujours de l'impact de cette publication.

9.23 Principales transactions ayant porté sur le titre

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir retenu cette méthode, ni sur les éléments de référence retenus.

9.24 Actif net réévalué et actualisation des résultats futurs

Travaux de l'initiateur

L'initiateur a considéré l'actif net réévalué augmenté de l'actualisation des flux futurs comme un critère de valorisation pertinent car il tient compte de la valeur patrimoniale des immeubles retenus ainsi que des revenus générés par ce patrimoine.

La valeur de la société, déterminée en additionnant l'actif net réévalué et la valeur issue de l'actualisation des résultats futurs ressort à 68,9 M€, soit 10,07 € par action.

Divergences d'appréciation

La méthode de valorisation présentée ci-dessus n'est pas habituelle pour valoriser une société foncière.

Nous observons que :

- la référence à l'actif net réévalué est un des critères clefs pour apprécier la valeur des sociétés foncières que ce soit par les analystes ou lors d'opérations de fusion. Cet élément, qui tient compte de la valeur de marché des actifs détenus, reflète déjà pour partie les revenus attendus (étant rappelé que certains éléments, tels que les primes de portefeuille ne sont pas pris en compte) ;
- cette méthode agrège une valeur patrimoniale et une valeur de rentabilité. Pour être valablement mise en œuvre, il aurait pu être considéré que le portefeuille d'actifs était cédé en fin de plan. Dans ce cadre, la valeur obtenue serait proche de la valeur d'actif net réévalué.

10. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Notre rapport n'est pas établi dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire, l'initiateur ayant explicitement confirmé sa volonté de maintenir la cotation de l'action Foncière Masséna, au paragraphe 1.2.2.2 de la note d'information.

La présente offre fait suite à l'acquisition par Masséna Property, devenue filiale du groupe des ACM, du contrôle de la société Foncière Masséna, ce qui l'a conduit à déposer une offre publique d'achat simplifiée conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

10.1 Le contexte

Le groupe des ACM nous a indiqué qu'il possédait, directement ou indirectement, un patrimoine immobilier significatif s'élevant à au moins 400 M€ et envisageait de mettre en œuvre une politique active d'acquisition d'immeubles d'exploitation et de bureaux.

Le groupe a l'intention de gérer ce patrimoine dans le cadre d'une SIIC pour bénéficier des avantages fiscaux attachés à ce statut et dans le cadre d'une société en commandite pour conserver une maîtrise totale du patrimoine.

Le groupe a choisi l'option d'acquérir un véhicule correspondant à ces caractéristiques, la société Foncière Masséna, plutôt que de transformer en SIIC et en société en commandite sa propre structure immobilière.

Le groupe a accepté à cette occasion de payer un prix de 85,6 M€ pour Foncière Masséna et un prix de 25,1 M€ pour les structures commanditées.

10.2 La structure juridique de l'opération

Notre attestation est établie dans le cadre de l'opération dont nous sommes saisis.

L'opération a été structurée par les parties de telle manière que la forme de société en commandite de Foncière Masséna soit maintenue.

Nous n'avons pas à nous prononcer sur la structure juridique retenue par les parties. Celle-ci appelle cependant de notre part les commentaires suivants :

- a) Les statuts de Foncière Masséna prévoient à l'article 26 que le statut d'associé commandité se perd automatiquement dans le cas d'une offre publique obligatoire visant les titres de capital de la Société et déclarée recevable par l'autorité boursière compétente, sauf si cette offre est initiée par un associé commandité. Si la procédure de l'article 26 avait été mise en œuvre et avait conduit à la décommanditation de Foncière Masséna, les associés commandités auraient exercé leur droit à conversion à hauteur de 3,4 M€ selon l'estimation faite par l'expert indépendant au 30 juin 2006.
- b) L'acquéreur nous a indiqué que le maintien du statut de commandité était un élément déterminant de son offre et qu'il n'aurait pas effectué la transaction dans les mêmes conditions de prix si une décommanditation avait été nécessaire.
- c) Il est rappelé en outre que la cession des sociétés commanditées par leurs actionnaires est libre aux termes des statuts de Foncière Masséna et ne nécessite pas l'accord préalable des associés commanditaires, ce que nous a confirmé le conseil de Foncière Masséna.

C'est dans ce cadre que se situe notre appréciation.

10.3 Le prix proposé pour les commandités

La valeur attribuée aux commandités (25,1 M€) comprend une prime de 14,8 M€ qui peut être assimilée à une prime de contrôle. L'acquéreur nous a indiqué que cette prime correspondait en grande partie à la rémunération qui serait due au gérant sur la valeur du patrimoine susceptible d'être acquis, le groupe ACM s'engageant à apporter un patrimoine significatif à court terme.

Bien qu'une prime de contrôle ne puisse être déterminée par une approche quantitative, la pratique faisant apparaître des fourchettes assez larges (généralement entre 10% et 30%), nous observons que la prime, qui s'élève ici à 13,3%, se situe dans la fourchette des primes constatées et n'est donc pas contestable dans son montant.

10.4 Le prix proposé pour Foncière Masséna

Le prix offert pour Foncière Masséna, soit 12,50 € par action fait ressortir une valeur de la société Foncière Masséna de 85,6 M€, offrant une prime significative sur l'actif net réévalué, égal à 57,6 M€ sur la base des expertises immobilières au 30 juin 2006.

Ce prix de 12,50 € offre par ailleurs une prime de 32% sur le cours de bourse spot observé la veille de l'annonce de la cession (41% sur la moyenne des cours de bourse du mois ayant précédé l'opération), et est conforté par l'application des multiples boursiers ou de transactions comparables, méthodes que nous avons retenues à titre de recoupement compte tenu des différences sensibles en termes d'activité et de taille entre les sociétés retenues et Foncière Masséna.

Nous avons constaté que des associés commanditaires ne détenant aucune action des sociétés commanditées, et représentant 59% du capital de Foncière Masséna ont adhéré expressément et irrévocablement au protocole et ont cédé leurs actions à ce prix. Ainsi, 81,68% des commanditaires ont cédé leurs titres sur cette base.

A l'issue de nos travaux, dans le cadre de la transaction dont nous sommes saisis, nous sommes en mesure de conclure au caractère équitable du prix de 12,50 € par action offert aux actionnaires de Foncière Masséna ».

Fait à Paris,
le 1^{er} décembre 2006

Ricol, Lasteyrie & Associés
Sonia Bonnet-Bernard

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

Hormis le Protocole de Cession, Foncière Masséna n'a connaissance et n'est partie à aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

VI. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE

6.1 *Structure du capital*

A l'issue des opérations décrites au paragraphe 2 ci-dessus intitulé « *Contexte de l'Offre de Masséna Property* » et compte tenu des 516 actions de la Société détenues par Masséna Property préalablement à la réalisation de celles-ci, Masséna Property détient 5.592.190 actions Foncière Masséna, représentant 81,69% du capital de la Société.

A la connaissance de la Société, Masséna Property ne détient, directement ou indirectement, seule ou de concert, aucune autre action ou droit d'acquérir des actions de la Société.

Il est précisé que Foncière Masséna détenait 2.483 actions propres au 30 novembre 2006 dans le cadre du contrat de liquidité mis en œuvre à compter du 3 juillet 2006.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions - Clauses de conventions communiquées à la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 19.4° des statuts prévoit les restrictions suivantes à l'exercice des droits de vote en assemblée générale :

« Sous réserve des dispositions ci-après, lors de chaque assemblée générale, chaque actionnaire aura un nombre de voix égal au nombre d'actions qu'il possède ou représente, tel qu'arrêté au cinquième jour ouvrable précédant l'assemblée.

En assemblée générale, aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, au titre des droits de vote attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement, plus de 10 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la Société.

Pour l'application des dispositions ci-dessus :

- *le nombre total des droits de vote pris en compte est calculé à la date de l'assemblée générale et est porté à la connaissance des actionnaires à l'ouverture de ladite assemblée générale ;*
- *le nombre de droits de vote détenus directement et indirectement s'entend notamment de ceux qui sont attachés aux actions qu'un actionnaire détient à titre personnel, aux actions qui sont détenues par une personne morale qu'il contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce.*
- *pour les droits de vote exprimés par le Président de l'assemblée générale, ne sont pas pris en compte dans les limitations prévues ci-dessus, les droits de vote qui sont attachés à des actions pour lesquelles une procuration a été retournée à la Société sans indication de mandataire et qui, individuellement, n'enfreignent pas les limitations prévues ;*
- *les limitations prévues ci-dessus deviennent caduques, sans qu'il y ait lieu à une nouvelle décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, dès lors qu'une personne physique ou morale, seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes physiques ou morales, vient à détenir au moins les deux tiers du nombre total des actions de la Société, à la suite d'une procédure publique visant la totalité des actions de la Société. La gérance constate la réalisation de la caducité et procède aux formalités corrélatives de modification des statuts ;*
- *les limitations prévues aux paragraphes ci-dessus sont sans effet pour le calcul du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la Société et dont il doit être tenu compte pour l'application des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires prévoyant des obligations particulières par référence au nombre des droits de vote existant dans la société ou au nombre d'actions ayant droit de vote.*

Le droit de vote est exercé par le propriétaire des titres donnés en gage, par l'usufruitier dans les assemblées ordinaires et par le nu-propriétaire dans les assemblées extraordinaires ».

Conformément aux statuts, les dispositions statutaires limitant à 10% du nombre total de droits de vote attachés aux actions de la Société le nombre de droits de vote qu'un actionnaire peut exprimer, par lui-même ou par mandataire, au titre des droits de vote attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement, deviendront caduques à l'issue de l'Offre.

Les statuts ne comportent aucune restriction aux transferts d'actions.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

ACM Vie a déclaré avoir franchi en hausse, indirectement de concert avec Masséna Property qu'elle contrôle, le 25 octobre 2006 les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 27 octobre 2006 sous le numéro 206C1971.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel.

6.6 Accords entre actionnaires

La Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance et de la gérance, ainsi qu'à la modification des statuts.

Aucune clause statutaire ne prévoit en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil de surveillance de dispositions différentes de celles prévues par la loi, étant précisé qu'il est fait usage dans les statuts de la faculté de déroger à la limite d'âge légale, le nombre des membres du conseil de surveillance ayant dépassé l'âge de 75 ans ne pouvant toutefois être supérieur au tiers des membres en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le membre le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office. Les associés commandités et le gérant ne peuvent être membres du conseil de surveillance.

Le gérant de la Société est la société Masséna Property, qui a été nommée dans ces fonctions pour une durée de 15 ans lors de la transformation de la Société en société en commandite par action intervenue le 24 mai 2004. Au cours de l'existence de la Société, tout nouveau gérant est désigné à l'unanimité des commandités, sans que l'accord ou l'avis du conseil de surveillance ou de l'assemblée ne soit nécessaire.

La limite d'âge pour les fonctions de gérant personne physique est fixée à 65 ans.

A l'exception du premier mandat de gérant, tout mandat de gérant, par ailleurs renouvelable, est d'une durée maximum de 5 ans.

Lorsque les fonctions d'un gérant prennent fin, la gérance est exercée par le ou les gérants restant en fonction, sans préjudice du droit des commandités de nommer un nouveau gérant en remplacement, ou de renouveler le gérant sortant, dans les conditions décrites ci-dessus.

En cas de cessation des fonctions d'un gérant unique, il est procédé à la nomination d'un ou plusieurs nouveaux gérants, ou au renouvellement du gérant unique, dans les conditions décrites ci-dessus ; toutefois, dans l'attente de cette ou ces nominations, la gérance est assurée par le ou les commandités qui peuvent alors déléguer tous pouvoirs nécessaires pour la direction des affaires sociales jusqu'à nomination du ou des nouveaux gérants.

Chaque gérant peut être révoqué à tout moment pour incapacité (qu'elle soit la conséquence d'une procédure collective ou non) ou pour toute autre cause par décision unanime des commandités, étant précisé que si le gérant est également associé commandité, la décision de révocation est prise à l'unanimité des commandités autres que le gérant commandité ; chaque gérant peut également être révoqué pour cause légitime par une décision de justice.

L'assemblée générale extraordinaire délibère sur toutes modifications aux statuts dont l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire est requise par la loi en vigueur. Une délibération ne peut être adoptée, lors d'une assemblée générale extraordinaire, qu'avec l'accord unanime et préalable du ou des commandités; toutefois, en cas de pluralité de commandités, les délibérations requises pour décider la transformation de la Société en société d'une autre forme ne nécessitent l'accord préalable que de la majorité de ceux-ci. L'accord du ou des commandités doit cependant être recueilli par la gérance, préalablement à la réunion de l'assemblée générale extraordinaire concernée.

Le siège social être transféré en tout endroit du même département ou d'un département limitrophe, par simple décision de la gérance qui, dans ce cas, est habilitée à modifier les présents statuts en conséquence.

L'article 19 des statuts prévoit que les dispositions statutaires limitant à 10% du nombre total de droits de vote attachés aux actions de la Société le nombre de droits de vote qu'un actionnaire peut exprimer, par lui-même ou par mandataire, au titre des droits de vote attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement, deviennent caduques sans qu'il y ait lieu à une nouvelle décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, dès lors qu'une personne physique ou morale, seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes physiques ou morales, vient à détenir au moins les deux tiers du nombre total des actions de la Société, à la suite d'une procédure publique visant la totalité des actions de la Société. La gérance constate la réalisation de la caducité et procède aux formalités corrélatives de modification des statuts.

6.8 Pouvoirs de la Gérance, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions

La Société est gérée et administrée par son gérant, Masséna Property. La Gérance est investie des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi ou par les statuts aux assemblées d'actionnaires et au conseil de surveillance.

La Gérance dispose d'autorisations financières octroyées par l'assemblée générale mixte du 30 juin 2006, à l'effet de :

- décider de l'émission d'actions, de titres ou valeurs mobilières diverses avec ou sans droit préférentiel de souscription ;
- procéder à l'émission d'actions, de titres ou valeurs mobilières diverses dans la limite de 10 % du capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société ;
- augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires ;
- déterminer le prix d'émission des actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas de suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite annuelle de 10 % du capital ;
- augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres dont la capitalisation serait admise.

Une limitation globale du montant des émissions décidées en vertu des autorisations financières susvisées a été fixée par l'Assemblée générale mixte du 30 juin 2006 :

- à un montant de 100 millions d'euros pour le montant nominal maximal des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées en vertu des autorisations financières susvisées, et
- à un montant de 300 millions d'euros pour le montant nominal maximal des titres de créances susceptibles d'être émis en vertu des autorisations financières susvisées.

Par ailleurs, l'assemblée générale mixte du 30 juin 2006 a décidé que les autorisations financières susvisées pourraient être mises en œuvre par la Gérance en cas d'offre publique visant les titres de la Société, dans les conditions prévues par l'article L. 233-33 du Code de commerce.

En outre, l'Assemblée générale mixte du 30 juin 2006 a autorisé la Gérance à l'effet de :

- opérer sur les actions de la Société,
- réduire le capital par annulation d'actions.

6.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

VII. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les membres du conseil de surveillance de la Société ont indiqué ne pas avoir l'intention de céder leurs actions dans le cadre de l'Offre.

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

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

Masséna Property, *Gérant*
Représentée par Madame Valérie Guillen