

**PROJET DE NOTE EN REPONSE
PRESENTEE PAR**

**COMPAGNIE
LA
LUCETTE**

**A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIEE
INITIEE PAR**



VISANT LES ACTIONS DE COMPAGNIE LA LUCETTE

Avis important

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'**AMF**), l'avis de la société Calyon, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'AMF le 5 mars 2010. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre publique et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de Compagnie la Lucette au 7 rue Scribe, 75009 Paris, France ainsi que sur le site internet de Compagnie la Lucette (www.lalucette.com).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Compagnie la Lucette, incluant le rapport semestriel 2009, seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique alternative simplifiée.

TABLE DES MATIERES

Clause	Page
1. Rappel des conditions de l'offre publique alternative simplifiée	3
1.1 Description de l'acquisition du bloc majoritaire	3
1.2 Rappel des termes de l'Offre	4
2. Rapport de l'expert indépendant	5
3. Avis motive du conseil d'administration de Compagnie la Lucette	38
4. Intentions des membres du conseil d'administration	41
5. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue	42
5.1 Engagements de liquidité.....	42
5.2 Engagement de conservation des actions Icade détenues par MSREF	44
6. Eléments susceptibles d'avoir une influence sur l'offre.....	45
6.1 Structure du capital social de Compagnie la Lucette	45
6.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de CLL	46
6.3 Participations directes et indirectes dans le capital de Compagnie la Lucette dont celle-ci a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	46
6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	46
6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	46
6.6 Accords entre actionnaires dont CLL a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	46
6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Compagnie la Lucette	46
6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions.....	47
6.9 Accords conclus par Compagnie la Lucette qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de CLL, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, portait gravement atteinte à ses intérêts	52
6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	52
7. Nombre d'actions détenues directement ou indirectement par Compagnie la Lucette ou que Compagnie la Lucette peut détenir a sa seule initiative	52
8. Modalités de mise à disposition des autres informations concernant Compagnie la Lucette.....	53
9. Personnes qui assument la responsabilité de la note en réponse	53

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIEE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, la société Icade, société anonyme à conseil d'administration au capital de 78.710.168,83 euros, dont le siège social est situé 35, rue de la Gare - 75019 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 582 074 944, dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000035081 (l'**Initiateur** ou **Icade**), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Compagnie la Lucette, société anonyme à conseil d'administration au capital de 390.690.210 euros, dont le siège social est situé 7 rue Scribe - 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 582 061 727 (**Compagnie la Lucette** ou **CLL**), et dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000066177, d'acquérir la totalité de leurs actions Compagnie la Lucette dans les conditions décrites ci-après (l'**Offre**). Dans l'hypothèse où Icade viendrait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de Compagnie la Lucette à l'issue de l'Offre, Icade mettra en œuvre dès la clôture de l'Offre une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, UBS, en tant qu'établissement présentateur 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.

A la date du présent projet de note en réponse, Icade détient directement 24.614.735 actions Compagnie la Lucette qui représentaient au 28 février 2010, 94,50 % du capital et 94,66 % des droits de vote réels de Compagnie la Lucette. Par ailleurs, Compagnie la Lucette détient au 28 février 2010 21.490¹ de ses propres actions, soit 0,08 % de son capital.

L'Offre porte sur (i) la totalité des actions de Compagnie la Lucette existantes non détenues par l'Initiateur, (à l'exclusion des 81.300 Actions Gratuites Acquises (tel que ce terme est défini à la section 5.1 du présent projet de note en réponse) dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre) ainsi que (ii) sur les actions susceptibles d'être émises jusqu'à la clôture de l'Offre à raison de l'exercice d'options de souscription attribuées par Compagnie la Lucette (soit au 4 mars 2010, un nombre maximum de 94.458² actions Compagnie la Lucette). L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximum de 1.444.437 actions Compagnie la Lucette.

L'Offre fait suite à l'acquisition par Icade de 94,50 % du capital et des droits de vote³ de Compagnie la Lucette (sur une base non diluée) dans les conditions décrites ci-après.

1.1 Description de l'acquisition du bloc majoritaire

Aux termes d'un protocole d'accord conclu le 23 décembre 2009 (le **Protocole d'Accord**) :

- MSREF Turque S.à.r.l. (**MSREF**), actionnaire majoritaire de Compagnie la Lucette, a cédé au profit d'Icade le 24 décembre 2009, dans le cadre d'une transaction hors marché, 9.116.105 actions Compagnie la Lucette représentant 35 % du capital de Compagnie la Lucette sur une base non diluée, moyennant le paiement d'un prix total de 87.617.857 euros (la **Cession**) ;
- A la suite de l'autorisation de l'opération le 1er février 2010 par l'Autorité de la concurrence, MSREF a apporté à Icade le 16 février 2010, dans la cadre d'un apport en nature soumis aux

¹ Actions portées au compte ouvert chez Exane BNP Paribas conformément au contrat de liquidité en date du 18 janvier 2008.

² Compte tenu du prix de souscription de 29,02 euros des options de souscription, Compagnie la Lucette n'anticipe aucun exercice desdites options par leurs titulaires.

³ Pourcentage calculé sur la base d'un nombre de droits de vote théoriques de CLL de 26.046.014.

dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, 15.498.630 actions Compagnie la Lucette représentant 59,50 % du capital de Compagnie la Lucette sur une base non diluée (**l'Apport**). L'Apport a été approuvé par décision de l'assemblée générale mixte des actionnaires d'Icade le 16 février 2010. En rémunération de l'Apport, 1.759.289 actions nouvelles Icade ont été attribuées à MSREF. L'Apport a fait l'objet d'un rapport de Messieurs Gillet et Ledouble, commissaires aux apports désignés par ordonnance du Président du Tribunal de commerce de Paris le 3 décembre 2009. Ce rapport a été déposé au greffe du Tribunal de commerce de Paris et mis à la disposition des actionnaires dans les délais légaux ;

- MSREF a réinvesti une partie du produit de la Cession à hauteur de 49.529.494,57 euros, en souscrivant à 584.971 actions Icade dans le cadre d'une augmentation de capital réservée approuvée par l'assemblée générale mixte des actionnaires d'Icade en date du 16 février 2010.

Le Protocole d'Accord prévoyait un mécanisme d'ajustement de prix en espèces d'un montant de 20.638.632 euros au bénéfice de MSREF en fonction de l'issue d'opérations en cours. Le fait générateur du complément de prix n'étant pas intervenu à la date de réalisation de l'Apport, aucun complément de prix n'a été ni ne sera versé à Icade par MSREF.

1.2 **Rappel des termes 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. L'Offre comporte une offre publique mixte simplifiée assortie à titre alternatif d'une offre d'achat simplifiée.

Offre mixte

L'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de Compagnie la Lucette d'acquérir leurs actions Compagnie la Lucette en contrepartie d'une somme en espèces de 32,50 euros et de 2 actions Icade à émettre pour 21 actions Compagnie la Lucette apportées (**l'Offre Mixte**). L'Initiateur a précisé que, dans l'hypothèse où la date d'émission des actions nouvelles Icade à remettre dans le cadre de l'Offre Mixte serait postérieure au 27 avril 2010, date de détachement du dividende Icade au titre de l'exercice 2009, le montant de 32,50 euros de la partie espèces de l'Offre Mixte sera augmenté de 6,50 euros ce qui correspond au dividende attaché aux 2 actions Icade de la partie titres de l'Offre Mixte et permet ainsi de neutraliser le paiement du dividende. Dans une telle hypothèse, les conditions économiques de l'Offre Mixte seraient de 2 actions Icade et 39 euros en espèces pour 21 actions Compagnie la Lucette .

Offre d'achat

L'Offre Mixte est assortie à titre alternatif d'une offre publique d'achat simplifiée (**l'Offre d'Achat**). Ainsi, l'Initiateur offre également aux actionnaires de Compagnie la Lucette d'acquérir leurs actions Compagnie la Lucette au prix de 10,08 euros par action.

Les actionnaires de Compagnie la Lucette peuvent apporter leurs actions Compagnie la Lucette soit à l'Offre Mixte, soit à l'Offre d'Achat ou combiner pour partie un apport de leurs actions à l'Offre Mixte et pour l'autre partie un apport à l'Offre d'Achat.

Traitement des rompus dans le cadre de l'Offre Mixte

Les ordres d'apport à l'Offre Mixte ne pourront porter que sur des quotités de 21 actions Compagnie la Lucette ou sur tout multiple de cette quotité. Si le nombre d'actions Compagnie la Lucette qu'un actionnaire de Compagnie la Lucette souhaite apporter à l'Offre Mixte excède cette quotité ou l'un de ses multiples, cet actionnaire pourra soit apporter le nombre d'actions formant rompus à l'Offre d'Achat soit faire son affaire de ces rompus.

Retrait obligatoire

En cas de retrait obligatoire, il est prévu que les actions Compagnie la Lucette qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception (i) des actions détenues par l'Initiateur, (ii) des Actions Gratuites Acquises (tel que ce terme est défini à la section 5.1 (a) du présent projet de note en réponse) faisant toujours l'objet d'une période de conservation en application des dispositions de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce ainsi que (iii) des actions CLL résultant de l'exercice des Options (tel que ce terme est défini à la section 5.1 (a) du présent projet de note en réponse) faisant toujours l'objet d'une période d'indisponibilité sociale et fiscale, seront transférées à Icade moyennant indemnisation de leur détenteur pour un montant en espèces identique au prix de l'Offre d'Achat, soit 10,08 euros par action Compagnie la Lucette.

Il est prévu qu'un mécanisme de liquidité sera mis en place au profit des actionnaires de Compagnie la Lucette dont les actions sont en période de conservation ou de restriction de cession (voir section 5.2 ci-dessous).

2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

La société Calyon (***Calyon***) a été désignée en qualité d'expert indépendant le 14 janvier 2010 par le Conseil d'administration de Compagnie la Lucette, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°) et II et suivants du Règlement général de l'AMF ainsi que de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF. Le rapport de l'expert indépendant en date du 4 mars 2010 est intégralement reproduit ci-après. Ce rapport apprécie le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette appréciation tient compte des intentions exprimées par Icade de procéder à un retrait obligatoire, à l'issue de la clôture de l'Offre, si les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital et des droits de vote de Compagnie la Lucette.

Ce rapport qui apprécie le caractère équitable (i) du prix de 10,08 euros par action Compagnie la Lucette dans le cadre de l'Offre d'Achat et (ii) de la remise pour 21 actions Compagnie la Lucette de 2 actions Icade à émettre et d'une somme en espèces de 32,50 euros, dans le cadre de l'Offre Mixte est repris intégralement ci-dessous.

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

établi par

CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK

Paris, le 4 mars 2010

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « CA-CIB ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné le 14 janvier 2010 par le Conseil d'administration de la société Compagnie la Lucette SA (ci-après « CLL » ou « la Société »), de se prononcer sur le caractère équitable des contreparties proposées aux actionnaires minoritaires de CLL dans la perspective des opérations suivantes :

- l'offre publique alternative simplifiée (l'« Offre ») initiée par la société Icade SA (ci-après « Icade » ou l'« Initiateur ») sur les actions de CLL
- le retrait obligatoire auquel l'Initiateur souhaite procéder, dès la clôture de l'Offre, et conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), dans l'hypothèse où les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de CLL.

L'Offre porte sur un nombre total maximum de 1 444 437 actions.

Cette mission et le présent rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1.I et II du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006.

Les travaux présentés dans ce rapport ont été préparés sur la base de données publiques et de documents et informations qui nous ont été transmis par CLL, Icade, ainsi que son conseil financier UBS, et que nous avons considérés comme étant fiables et communiqués de bonne foi. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons procédé, ni fait procéder à aucune vérification indépendante de ces informations, dont nous nous sommes limités à vérifier la cohérence et la vraisemblance.

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

L'Offre initiée par Icade sur les actions de CLL non détenues fait suite à l'acquisition par Icade de la totalité de la participation détenue par MSREF dans CLL (soit 94,5% du capital).

L'Offre est composée d'une branche en espèces au prix de 10,08 € par action CLL (l'« Offre d'Achat ») assortie à titre alternatif d'une branche mixte sur la base d'une parité de 2 actions Icade à émettre et 32,50 € en numéraire pour 21 actions CLL (l'« Offre Mixte »). Dans l'hypothèse où la date d'émission des nouvelles actions Icade à remettre dans le cadre de l'Offre Mixte serait postérieure à la date de détachement du dividende Icade au titre de l'exercice 2009, le montant de 32,50 euros de la partie espèces de l'Offre Mixte sera augmenté de 6,50 euros ce qui correspond au dividende attaché aux 2 actions Icade de la partie titres de l'Offre Mixte et permet ainsi de neutraliser le paiement du dividende. Dans une telle hypothèse, les conditions économiques de l'Offre Mixte seraient de 2 actions Icade et 39 euros en espèces pour 21 actions CLL.

Le Protocole d'Accord conclu entre MSREF et Icade, le 23 décembre 2009, prévoyait un mécanisme d'ajustement de prix en espèces d'un montant de 20 638 632 euros au bénéfice de MSREF en fonction de l'issue d'opérations en cours. Le fait générateur du complément de prix n'étant pas intervenu à la date de réalisation de l'Apport, aucun complément de prix n'a été ni ne sera versé par Icade à MSREF.

2 PRESENTATION DE L'EVALUATEUR

2.1 Présentation synthétique de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (CA-CIB)

Présent dans tous les métiers de la finance, le Groupe Crédit Agricole est numéro 1 de la banque de proximité en France et se place au premier rang de la banque de détail en Europe. C'est un acteur majeur à l'échelon mondial avec 164 000 collaborateurs dans plus de 70 pays, 3 marchés domestiques (France, Italie, Grèce), 58 millions de clients particuliers dans le monde et 11 850 agences bancaires dans plus de 20 pays. Crédit Agricole Corporate and Investment Banking est la filiale du Groupe Crédit Agricole spécialisée dans les métiers de banque de marchés et d'investissement et de banque de financement. Ses activités s'articulent autour de quatre pôles majeurs :

- ✔ Le pôle Equity Brokerage and Derivatives regroupe le courtage actions en Europe, en Asie et aux États-Unis, ainsi que les activités de trading et de dérivés sur actions et fonds.
- ✔ Le pôle Fixed Income Markets couvre l'ensemble des activités de trading et de vente de produits de marché standards ou structurés, à destination des entreprises, institutions financières et grands émetteurs.
- ✔ Le pôle Structured Finance, métier principalement de crédit et de conseil, initie, structure et finance, en France et à l'étranger, des opérations de grande exportation, d'investissement, reposant souvent sur des sûretés réelles (avions, bateaux, immobilier d'entreprise, matières premières...), ou encore des crédits complexes et structurés.

- Le pôle Coverage and Investment Banking assure le suivi et le développement des clients entreprises et des institutions financières, en France et à l'international, et les activités de conseil et de financements des opérations dites de "haut de bilan".

Au sein du pôle Coverage and Investment Banking, le département Global Investment Banking réalise de façon récurrente des travaux d'évaluation et des lettres d'opinion sur le caractère équitable de prix ou de parité d'échange à destination des instances dirigeantes des entreprises clientes de CA-CIB, que ce soit dans le cadre d'opérations d'offres publiques, de transactions (cessions ou acquisitions) ou de demandes spécifiques. L'équipe en charge du présent rapport fait partie de ce département.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante

CA-CIB n'a pas réalisé d'autre attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF que celle en rapport avec l'Offre sur les douze derniers mois précédant le 5 mars 2010, date du dépôt prévu du projet de note d'information auprès de l'AMF.

2.3 Attestation d'indépendance

Conformément aux dispositions de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF précisées par l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons identifié les situations décrites ci-après comme étant a priori susceptibles d'entrer dans le champ de l'article 1 de cette instruction :

- Dans le cadre de notre activité courante de banque de financement, nous détenons, à l'encontre du Groupe Icade, des créances non dédiées au financement de l'offre publique alternative simplifiée d'Icade.
- Nous, et certaines entités qui nous sont affiliées, avons des activités de recherche, de courtage ou de négociation pour compte propre ou pour compte de tiers portant ou pouvant porter sur des actions, des titres de créance ou de manière générale toutes les valeurs mobilières, instruments financiers émis par Icade ou CLL, ainsi que par les entités qu'elles contrôlent respectivement.

Néanmoins, nous considérons que ces situations ne sont pas susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre du présent rapport, compte tenu de l'existence et du maintien au sein de CA-CIB de « barrières à l'information » entre les activités susmentionnées et l'équipe en charge de la présente mission au sein de notre Département Global Investment Banking.

Par ailleurs, il est également possible que, dans le cours normal des affaires, nous, ou les entités qui nous sont affiliées, ayons été et soyons amenés à fournir des services de banque ou d'autres services financiers à Icade ou CLL, ainsi qu'à des entités qui leur sont affiliées, au titre desquels nous avons perçus et pourrions percevoir une rémunération. Nous considérons que ces situations ne sont pas susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre du présent rapport.

En outre, la rémunération forfaitaire reçue pour l'établissement du présent rapport a été fixée à 75 000 euros hors taxes préalablement au commencement de la mission. Elle est indépendante du contenu de ce rapport.

Enfin, CA-CIB n'a pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, ni n'a procédé à une évaluation de CLL ou d'Icade, au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation.

En considération des éléments susvisés, CA-CIB atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre, et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

2.4 Equipe en charge

L'équipe en charge de la présente attestation d'équité est composée de professionnels expérimentés ayant développé une forte expertise sur l'ensemble des transactions financières du secteur immobilier en Europe. La composition de cette équipe est détaillée en annexe 1.

2.5 Diligences effectuées

La présente mission a été menée par CA-CIB et son équipe et s'est déroulée entre le 14 janvier 2010, date de notre nomination par le Conseil d'administration de CLL, et le 4 mars 2010, date de remise de notre rapport.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de la Société et de l'Initiateur afin d'analyser le prix proposé dans le cadre de la branche en espèces et la parité proposée dans le cadre de l'Offre Mixte. Ces travaux ont notamment impliqué :

- ✓ L'analyse des documents de référence et informations réglementées disponibles sur le site de l'AMF, celui de la Société et de l'Initiateur ;
- ✓ L'exploitation des documents et informations complémentaires qui ont par ailleurs été mis à notre disposition par la Société et par Icade ;
- ✓ L'analyse critique des expertises immobilières de la Société et de l'Initiateur réalisées au 30 juin 2009 et au 31 décembre 2009 ;
- ✓ Des entretiens avec les parties à l'opération, en l'occurrence le management de la Société et de l'Initiateur, l'établissement présentateur (ci-après l'« Etablissement Présentateur » ou « UBS »), ainsi que les représentants des cabinets d'expertise immobilière ayant concouru à la valorisation du patrimoine ;
- ✓ L'analyse du travail d'évaluation réalisé par l'Etablissement Présentateur ;
- ✓ L'analyse du rapport des commissaires aux apports ;
- ✓ L'étude de la documentation juridique mise à notre disposition.

Nous avons consulté les documents susvisés dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations nécessaires à la réalisation de notre mission. Les documents utilisés et les personnes rencontrées au cours de notre mission sont listés en annexes 2 et 3. Notre programme de travail est détaillé dans son contenu et sa chronologie en annexe 4.

3. ANALYSE DU RAPPORT D'EVALUATION DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR DE L'OFFRE

Les méthodes employées par l'Etablissement Présentateur dans son rapport d'évaluation sont en ligne avec celles que nous avons choisi de retenir, à l'exception de la référence aux transactions récentes sur le capital de la Société qui n'a pas été retenue par UBS. Cette approche a néanmoins été citée par UBS comme un élément important lors de la réunion de travail au cours de laquelle le rapport nous a été commenté.

L'analyse de ce rapport nous conduit à relever les divergences d'appréciation suivantes :

- ✓ L'analyse du cours de bourse est datée par UBS du 9 décembre 2009, dernier jour de bourse avant la parution d'un article dans la Tribune selon lequel Icade s'apprêtait à acquérir CLL. Nous avons choisi de retenir comme date de référence de notre analyse le 23 décembre 2009, jour d'annonce de l'opération.
- ✓ Concernant les multiples boursiers :
 - ▬ Afin de valoriser Icade, UBS a constitué un échantillon de sociétés comparables sur la base de deux critères : le niveau de capitalisation boursière et / ou la prépondérance des actifs de bureaux dans le

portefeuille total. L'échantillon intègre les foncières suivantes : Unibail-Rodamco, Klépierre, Gecina, Foncière des Régions, Société Foncière Lyonnaise, Silic, Mercialis, Eurosic et Société de la Tour Eiffel. Ce référentiel diffère de celui que nous avons retenu. Nous avons en effet considéré qu'Eurosic devait être exclue, compte tenu de sa faible liquidité boursière.

- ▬ Afin de valoriser CLL, UBS a considéré deux échantillons. Le premier est composé de Gecina, Foncière des Régions, Eurosic et Société de la Tour Eiffel ; le second intègre Icade et les mêmes sociétés que celles retenues pour l'échantillon de comparables à Icade (Unibail-Rodamco, Klépierre, Gecina, Foncière des Régions, Société Foncière Lyonnaise, Silic, Mercialis, Eurosic et Société de la Tour Eiffel).

De notre côté, nous avons choisi d'ajuster le référentiel retenu pour Icade afin de prendre en considération les différences structurelles entre CLL et Icade en termes de taille, de liquidité du titre, de diversification du patrimoine et de structure financière. A cette fin, Unibail-Rodamco, Klépierre et Silic n'ont pas été retenus pour les multiples de CLL.

- ▬ Le cours de bourse retenu par UBS pour la détermination des multiples correspond au cours spot au 9 décembre 2009. Pour notre part, nous nous sommes fondés sur la moyenne 1 mois pondérée par les volumes en date du 2 mars 2010.

- ▬ Enfin, dans ses travaux de synthèse, UBS compare les contre-valeurs implicites de l'Offre Mixte sur la base d'une part du cours de bourse d'Icade au 9 décembre 2009, d'autre part de l'ANR d'Icade au 31 décembre 2009 aux valeurs de CLL obtenues par une approche multicritère. En revanche, UBS n'effectue pas de comparaison directe entre les contre-valeurs de l'Offre Mixte et les valeurs de CLL à méthodes homogènes.

4. EVALUATION DE LA LUCETTE ET DES CONTREPARTIES A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIEE

4.1 Méthodologie

Le prix d'Offre (branche en espèces et branche mixte) a été apprécié sur la base d'une approche multicritères tenant compte des caractéristiques propres de CLL, du secteur auquel la Société appartient et de l'opération en objet.

4.1.1 Méthodes écartées

Nos analyses nous ont conduits à écarter les méthodes de valorisation suivantes :

- ▬ Actif net comptable : l'actif net comptable consolidé est supposé proche de l'actif net réévalué dans la mesure où CLL a opté pour la comptabilisation de ses immeubles de placement à la juste valeur, comme la possibilité en est offerte par la norme IAS 40. Concernant Icade, l'actif net comptable n'intègre pas les plus-values latentes du portefeuille et n'est pas représentatif de son patrimoine net.
- ▬ L'actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode des Discounted Cash Flow, dite DCF). Cette méthode a été exclue pour les deux raisons principales suivantes :
 - ▬ L'approche DCF est considérée comme redondante avec les travaux réalisés par les experts immobiliers qui retiennent notamment une approche par les flux pour valoriser les actifs immobiliers ;

- Compte tenu du rapprochement avec Icade, le dernier plan d'affaires de CLL validé par son conseil d'administration date de novembre 2008. En outre, les travaux prévisionnels ultérieurs ont été réalisés, au dire de la société, dans une optique liquidative, en contradiction avec le principe de continuité retenu par l'Initiateur pour l'établissement de ses projections financières.
- L'actualisation des flux de dividendes (DDM) : cette méthode a été considérée comme trop fortement dépendante du taux de distribution retenu. S'agissant d'une société foncière SIIC, CLL est soumise à l'obligation de distribuer i) 85% des bénéfices provenant des opérations de location d'immeubles dans l'année suivant leur réalisation et ii) 50% des plus-values fiscales provenant de la cession d'immeubles avant la fin du deuxième exercice suivant leur réalisation. Le niveau de distribution de CLL est donc hautement dépendant de sa politique de rotation des actifs, qui est, par nature, un élément difficile à projeter. En outre, l'historique de distribution de CLL n'est pas représentatif de sa capacité distributive récurrente.
- Transactions comparables : cette approche n'a pu être retenue faute de transactions récentes survenues sur des sociétés françaises cotées ou sur des actifs de taille significative, à l'exception d'opérations réalisées sous forme d'apports d'actifs par Foncière des Régions et ses filiales. Le marché de l'investissement immobilier a en effet été particulièrement impacté par la crise financière et la raréfaction du crédit : les engagements en immobilier d'entreprise banalisé⁴ en France se sont ainsi élevés à seulement 7,6 Md€⁵ en 2009, le niveau le plus faible enregistré depuis 2000. Ce n'est qu'à partir du 4^{ème} trimestre 2009 que les volumes de transaction ont progressivement redémarré, néanmoins le marché des très gros investissements a pratiquement disparu. Cette méthode de valorisation n'a en conséquence pas pu être retenue.

4.1.2 Méthodes retenues

Les méthodes d'évaluation de CLL et d'Icade présentées ci-après ont été employées :

- L'actif net réévalué qui constitue une référence de valorisation majeure dans le cas de sociétés foncières ;
- Les transactions récentes sur le capital de la Société et de l'Initiateur ;
- L'analyse du cours de bourse sur une période récente : compte tenu de l'absence de liquidité du titre CLL induite par l'étroitesse du flottant, et par conséquent de sa sensibilité aux spéculations, la portée de l'analyse du cours de bourse est relativement limitée. Pour autant, celle-ci demeure une référence pour les actionnaires minoritaires.

S'agissant d'Icade, la liquidité du titre et l'importance du suivi opéré par les analystes financiers rendent en revanche l'analyse beaucoup plus pertinente ;

- La valorisation par les multiples de sociétés cotées comparables.

Afin d'apprécier le prix offert, l'architecture méthodologique suivante a été retenue :

- Offre d'Achat : comparaison du prix offert (10,08 € par action) avec les valeurs de CLL obtenues par les 4 méthodes citées ci-dessus ;
- Offre Mixte :

 - Comparaison des valeurs implicites de l'Offre obtenues par chacune des méthodes avec la valeur de CLL obtenue par la même méthode ;

⁴ L'immobilier d'entreprise « banalisé » se compose des trois grandes catégories de locaux classiques (les bureaux, les locaux commerciaux et les locaux d'activité), par opposition à l'immobilier d'entreprise « non banalisé » qui est constitué de l'immobilier de services (hôtels, cliniques, immeubles de loisirs, etc.).

⁵ Source : CBRE, Market View, Conjoncture immobilière 4ème trimestre 2009.

- Comparaison des valeurs implicites de l'Offre obtenues par chacune des méthodes avec i) le cours pondéré moyen 1 mois de CLL à la date de l'annonce de l'opération et avec ii) la valeur proposée à l'Offre d'Achat (10,08 € par action).

4.2 Présentation de la Société et de l'Initiateur

4.2.1 Présentation de CLL

CLL est l'une des principales sociétés foncières spécialisée dans l'immobilier d'entreprise en France. Son patrimoine, composé essentiellement de bureaux localisés dans le quartier central des affaires et l'Ouest parisien, s'élève à 1 473 M€ au 31 décembre 2009 (valeur hors droits déterminée par des experts indépendants, y compris projets en développement).

La Société bénéficie d'un taux d'occupation financière de ses actifs en exploitation élevé⁶ et a entamé depuis fin 2008, des négociations avec ses principaux locataires, en vue de consentir des allègements modestes de loyers en contrepartie de l'allongement des durées fermes d'engagement. La durée ferme résiduelle des baux a ainsi été portée à 6 années en moyenne au 31 décembre 2009, permettant de sécuriser les cash flows locatifs (70% des loyers sécurisés jusqu'en 2012, 38% jusqu'en 2016).

Le niveau élevé de son ratio d'endettement, l'absence de marge de manœuvre en termes de respect des covenants bancaires et le profil de maturité de la dette financière consolidée exposent toutefois la société à un fort risque de liquidité, et ce, en dépit du niveau de trésorerie disponible (62 M€ au 31 décembre 2009) et du programme de cession entamé en 2009 :

- Au 31 décembre 2009, le ratio LTV bancaire du groupe (dette brute existante / valeur du patrimoine expertisé hors droits) s'élevait à 84,3%, soit un niveau supérieur au covenant bancaire fixé à 75%. Toutefois, ce ratio n'était pas constitutif d'un cas de défaut dans la mesure où ce dernier n'est pas contractuellement reporté aux banques (prochaine échéance de reporting contractuel fixée à avril ou septembre 2010 selon les prêts). En outre, aucun cas de défaut n'a été constaté au cours de l'exercice 2009.
- L'échéancier des dettes financières fait apparaître un besoin de refinancement de plus de 70% de l'endettement net consolidé en 2011.

Enfin, s'agissant d'une société SIIC, CLL est soumise au plafond de détention de l'actionnaire majoritaire de 60%. En cas de non-respect de cette condition au 1^{er} janvier 2010, le régime SIIC aurait été provisoirement suspendu et la Société aurait notamment été redevable de l'impôt sur les sociétés. L'impact financier de la perte du régime aurait toutefois été relativement limité (notamment grâce à la constitution de l'OPCI⁷ « Value Add Invest 2009 » qui aurait permis de réduire le complément d'*exit tax*).

4.2.2 Présentation d'Icade

Intervenant majeur du marché de l'immobilier en France, Icade a développé un modèle résistant de foncière-développeur. La société possède un patrimoine diversifié (bureaux, parcs tertiaires, centres commerciaux, équipements et santé) valorisé à 5 804 M€ à fin 2009 (valeur hors droits). Icade se positionne également comme un acteur du développement immobilier urbain avec des programmes réalisés pour le compte de sa foncière et pour des investisseurs tiers.

Suite à son introduction en bourse en 2006 et à son option pour le régime SIIC en 2007, Icade procède depuis 2008 à un repositionnement stratégique majeur qui vise à renforcer son pôle foncière tertiaire par des

⁶ Taux d'occupation de 89,1% sur le portefeuille de bureaux, principalement en raison de la vacance de l'immeuble Grenelle livré mi-décembre 2009, et de 100% sur le portefeuille d'entrepôts au 31 décembre 2009.

⁷ Organisme de Placement Collectif Immobilier (fonds immobilier non coté géré par une société de gestion agréée par l'AMF).

investissements sélectifs et opportunistes sur son marché domestique. La société a également procédé à la cession de l'essentiel de son portefeuille de logements⁸ et à des arbitrages sur les bureaux matures (notamment en Allemagne), et sur les services qui offrent peu ou pas de synergies avec le reste du groupe. L'acquisition de CLL fait partie intégrante de cette stratégie de recentrage.

4.3 Analyse de l'Offre d'Achat

4.3.1 Actif net réévalué de CLL

L'actif net réévalué de liquidation (l'« ANR ») de CLL est déterminé en ajustant les capitaux propres consolidés des droits de mutation optimisés et de la mise à la valeur de marché de la dette à taux fixe (étant précisé que, dans le cadre de la norme IAS 40, les capitaux propres intègrent l'impact de la juste valeur pour la valorisation des immeubles de placement et des instruments financiers).

4.3.1.1 Valeurs d'expertise

Le patrimoine de CLL fait l'objet d'une évaluation semestrielle réalisée par des experts indépendants. Au 31 décembre 2009, la majorité du patrimoine de bureaux a été expertisée par DTZ Eurexi ; l'intégralité du patrimoine d'entrepôts et d'autres actifs (essentiellement des hôtels) a été expertisée par CB Richard Ellis.

Rappel de la conjoncture immobilière

Les valeurs vénales ont connu un important recul en 2009 sous l'effet cumulé de la hausse des taux de rendement, particulièrement prégnante au premier semestre 2009, et de la baisse des valeurs locatives.

Face à un contexte économique incertain, l'intérêt des investisseurs (notamment français et allemands) s'est focalisé sur les actifs de bureaux de qualité, localisés dans les quartiers d'affaires traditionnels, et bénéficiant de baux longs termes avec des locataires de premier plan. Les actifs « prime » ont ainsi connu une légère baisse des taux de rendement au second semestre 2009.

A l'inverse, l'ajustement des valeurs vénales pour les actifs secondaires (en termes de localisation, de qualité d'immeuble ou d'état locatif) s'est poursuivi et les experts anticipent pour 2010 la poursuite de la baisse des loyers dans un environnement économique fragile.

Les bureaux, classe d'actif la plus liquide et bénéficiant d'un historique long d'évolution, ont en partie bénéficié de ce contexte d'aversion au risque (en particulier les actifs loués à long terme). Le marché des entrepôts et des locaux d'activité a en revanche beaucoup souffert des difficultés du secteur industriel et de l'arrêt des stratégies de diversification des investisseurs.

Les perspectives pour l'année 2010 génèrent une grande prudence chez les experts immobiliers, le redressement du marché de l'immobilier d'entreprise étant fortement dépendant des anticipations de reprise de l'activité économique.

Déterminants des valeurs d'expertise

Les valorisations réalisées par les experts immobiliers sont déterminées par croisement entre les méthodes suivantes :

-  La méthode par Discounted Cash Flow (DCF) qui consiste à actualiser les flux futurs de trésorerie qu'un immeuble est susceptible de générer sur un horizon donné.

⁸ Signature le 30 juin 2009 d'un accord d'exclusivité et le 13 décembre 2009 d'un protocole d'accord avec un consortium formé par la SNI, les grands offices départementaux et bailleurs sociaux d'Ile de France, portant sur la cession de près de 30 000 logements pour un montant de plus de 2 milliards d'euros. La signature des promesses aura lieu entre fin 2009 et le premier semestre 2010. Les logements en copropriété, non concernés par cet accord seront cédés par Icade au fil de l'eau.

- Les flux prévisionnels correspondent aux loyers nets des charges récupérables. Leur évolution tient notamment compte du potentiel de réversion⁹ sur la base des valeurs locatives de marché à l'échéance des baux, des paliers et franchises éventuelles, du risque de vacance, de l'indexation liée à l'indice du coût de la construction, du coût des travaux de relocation et des honoraires de commercialisation.
 - A la fin de la période considérée, une valeur terminale est déterminée correspondant à la valeur de revente de l'immeuble. Celle-ci est fondée sur une valeur de rendement des loyers prévisionnels cohérente avec les caractéristiques du bien.
- La méthode par le rendement qui consiste à capitaliser des revenus annuels (constatés ou potentiels) à un taux déterminé sur la base du taux d'emprunt d'état (généralement l'OAT 10 ans), augmenté d'une prime tenant compte d'une part du marché immobilier local, d'autre part des qualités et des limites intrinsèques de l'immeuble (localisation, degré de sécurisation des revenus, qualité de la construction, état d'entretien, etc.)
- Pour certaines expertises, l'analyse est complétée d'une approche par comparaison directe avec les prix des transactions constatés sur le marché pour des biens équivalents. Toutefois, en raison de la morosité du contexte économique depuis fin 2008, le nombre de transactions réalisées a fortement diminué, réduisant de fait la pertinence de cette méthode.

Un arbitrage est alors réalisé par l'expert pour déterminer la valeur vénale de l'immeuble, celle-ci étant exprimée à la fois « actes en main » et hors droits de mutation et frais d'actes (estimation forfaitaire des droits d'enregistrement à 6,2%). La valeur actes en mains, également appelée valeur droits inclus ou valeur de reconstitution, correspond au montant à investir pour reconstituer un patrimoine identique. Inversement, la valeur hors droits correspond à la valeur vénale de l'actif dans une logique de cession.

La valeur à terminaison des actifs en développement est estimée par les experts selon la même approche.

➤ Valorisation du patrimoine

Au 31 décembre 2009, la valeur du patrimoine (hors droits) détenu par CLL s'élève à 1 473 M€, en baisse de 18% par rapport au 31 décembre 2008. Le taux de rendement initial¹⁰ du portefeuille ressort à 7,4%, en augmentation de 60 points de base par rapport à 2008. Le détail par type d'actifs est présenté ci-après¹¹ :

	31 décembre 2009	31 décembre 2008	31 décembre 2007
Bureaux	6,9%	6,4%	5,1%
Entrepôts	9,9%	9,3%	8,1%
Autres	7,9%	7,7%	6,8%
Total	7,4%	6,8%	5,5%

4.3.1.2 Valeur de marché de la dette

La dette consolidée de CLL est pour l'essentiel composée de financements bancaires à taux variables couverts par un portefeuille d'instruments financiers dérivés enregistré dans les comptes à sa juste valeur. L'impact de ces instruments est donc pris en compte dans les capitaux propres consolidés.

En revanche, la dette bancaire à taux fixe contractée par la Société (encours d'environ 230 M€ à fin 2009) étant comptabilisée à sa valeur nominale, il est nécessaire de prendre en compte l'impact de sa mise à la juste valeur dans le calcul de l'ANR.

Au 31 décembre 2009, la correction de la dette brute à sa juste valeur génère un impact négatif de -4,5 M€.

⁹ Le potentiel de réversion correspond à l'écart entre le loyer effectif du bail en cours et le loyer de marché. Ce potentiel peut être positif ou négatif.

¹⁰ Rendement estimé sur la valeur hors droits du patrimoine d'immeubles de placement, hors opérations de développement. Les loyers considérés incluent les loyers annualisés, ainsi que 60 à 80% de la valeur locative de marché des lots vacants.

¹¹ Source : société ; Rendement sur la base du périmètre d'actifs au 31 décembre 2009.

4.3.1.3 Droits et frais de mutation

Conformément aux normes IFRS, les immeubles de placement sont enregistrés au bilan à leur juste valeur, celle-ci étant déterminée sur la base des valeurs hors droits issues des expertises indépendantes.

Les droits déduits dans les valeurs des actifs figurant au bilan sont estimés au 31 décembre 2009 à 78,9 M€. Le calcul de l'ANR tel que communiqué par CLL minimise le montant des droits et frais de mutation à retraiter en tenant compte du mode de cession le plus probable : vente de l'actif (droits généralement estimés à 6,2% du montant de l'actif) ou cession de la société détentrice de l'actif (droits estimés à 5% de la valeur de la société). Le choix du mode de cession est réalisé au cas par cas, en fonction des valeurs nettes comptables de l'actif et de la société, et de la structure de détention (société mono-actif ou multi-actifs).

Au 31 décembre 2009, ces droits et autres frais de cession estimés selon un mode de cession optimisé s'élevaient à 50,7 M€. En comparaison des droits déjà déduits des valeurs d'actifs figurant au bilan (estimés à 78,9 M€), l'économie de droits à ajouter aux capitaux propres s'élève ainsi à 28,2 M€.

Il convient de noter que parmi les principales foncières françaises seuls CLL et Unibail publient un ANR tenant compte de cette optimisation des droits. Toutefois ce mode de calcul semble correspondre à une réalité dans la mesure où la plupart des cessions de CLL seraient réalisées par cession de filiales de la Société, permettant ainsi de réaliser des économies substantielles compte tenu du niveau élevé de levier financier.

4.3.1.4 Nombre d'actions

L'ANR par action est calculé sur la base du nombre d'actions dilué hors autocontrôle en fin de période. Le nombre d'actions émises (26 046 014) est ainsi diminué des actions auto-détenues (16 534 actions CLL portées au compte ouvert chez Exane BNP Paribas conformément au contrat de liquidité en date du 18 janvier 2008) et augmenté des actions gratuites attribuées (207 581). Les actions pouvant résulter de l'exercice d'options de souscription d'actions attribuées par CLL n'ont en revanche pas été prises en compte dans la mesure où ces options sont hors de la monnaie.

Sur ces bases, le nombre d'actions totalement dilué pris en compte dans le calcul de l'ANR au 31 décembre 2009 s'établit à 26 237 061 actions.

4.3.1.5 Analyse de la prime / décote induite de l'Offre par rapport à l'ANR

L'ANR de CLL au 31 décembre 2009 s'élève à 10,08 € par action, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Capitaux propres	240,7 M€
Retraitement des droits de mutation (droits déduits au bilan)	78,9 M€
Retraitement des droits de mutation (droits optimisés)	- 50,7 M€
Ajustement de la dette à sa valeur de marché	- 4,5 M€
Actif net réévalué de liquidation (HD)	264,4 M€
Nombre d'actions dilué	26 237 061
Actif net réévalué de liquidation (HD) par action	10,08 €

Le prix d'Offre est en ligne avec l'ANR de CLL au 31 décembre 2009.

4.3.2 Transactions de référence sur le capital de CLL

L'acquisition par Icade auprès de MSREF de 35% du capital de CLL, au prix de 9,61 € par action constitue une référence pertinente pour l'appréciation du prix d'Offre, d'autant que la présente Offre s'inscrit dans la continuité de la transaction annoncée le 23 décembre 2009. En outre, MSREF, en tant qu'actionnaire majoritaire et professionnel averti, bénéficiait de toute l'information nécessaire pour apprécier les conditions de la transaction.

Il convient néanmoins de rappeler que cette acquisition en espèces n'est qu'une étape d'un processus global de prise de contrôle de CLL par Icade qui s'est articulé en trois étapes :

- Acquisition hors marché du bloc de 35% ;
- Apport par MSREF à Icade du solde de sa participation dans CLL, soit 59,5% (la valeur retenue pour l'apport des titres CLL à Icade est également de 9,61 € par action) ;
- Réinvestissement par MSREF d'une partie du produit de cession des 35% sous la forme de la souscription à une augmentation de capital réservée d'Icade au prix de 84,67 € par action.

L'analyse du protocole d'accord entre MSREF et Icade en date du 23 décembre 2009 fait apparaître une clause de complément de prix éventuellement mise en œuvre en fonction de l'issue d'opérations en cours. Le fait générateur du complément de prix n'étant pas intervenu à la date de l'apport, aucun complément de prix n'a été ni ne sera versé par Icade à MSREF.

Le patrimoine de CLL n'ayant pas subi d'évolution significative depuis cette dernière transaction, le prix offert peut être considéré comme une référence pertinente dans le cadre de l'Offre.

En dehors des augmentations de capital par incorporation de prime d'émission ou par attribution gratuite de BSA, aucune autre opération récente et significative n'a été réalisée sur le capital de CLL.

4.3.3 Cours de bourse

Les actions CLL sont cotées sur le Compartiment B d'Euronext Paris. Avant transaction, MSREF détenait 94,5% du capital de CLL, limitant ainsi le flottant du titre à 5,5%.

CLL ne fait l'objet d'aucun suivi de la part des analystes financiers.

4.3.3.1 Analyse de la liquidité du titre CLL

Nous avons apprécié la liquidité du titre CLL au regard des volumes moyens de titres échangés quotidiennement et du taux de rotation moyen du flottant sur différentes périodes avant le 23 décembre 2009, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'opération.

	2 ans	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	23/12/2009
Volume moyen quotidien ('000)	3,9	6,8	10,2	10,7	9,2	7,7
Volume moyen quotidien en % du flottant	0,2%	0,5%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
Volume moyen quotidien en % du capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Volumes cumulés ('000)	1 964	1 746	1 340	694	211	8
Rotation totale du flottant (%)	125,3%	123,0%	103,1%	53,4%	16,2%	0,6%
Rotation totale du capital (%)	7,7%	6,7%	5,2%	2,7%	0,8%	0,0%

Source : Datastream

Le total des titres échangés sur l'année écoulée, fait apparaître un taux de rotation de l'ensemble du capital de 6,7%. On constate une certaine augmentation des volumes traités à partir de l'été 2009, avec un niveau d'échanges qui reste cependant limité.

La référence au cours de bourse doit être analysée avec prudence compte tenu de la faiblesse du flottant et en conséquence de la sensibilité du cours aux rumeurs et articles de presse.

4.3.3.2 Evolution du cours de bourse de CLL

Le tableau ci-dessous présente les cours moyen de CLL et les cours extrêmes sur plusieurs périodes¹² :

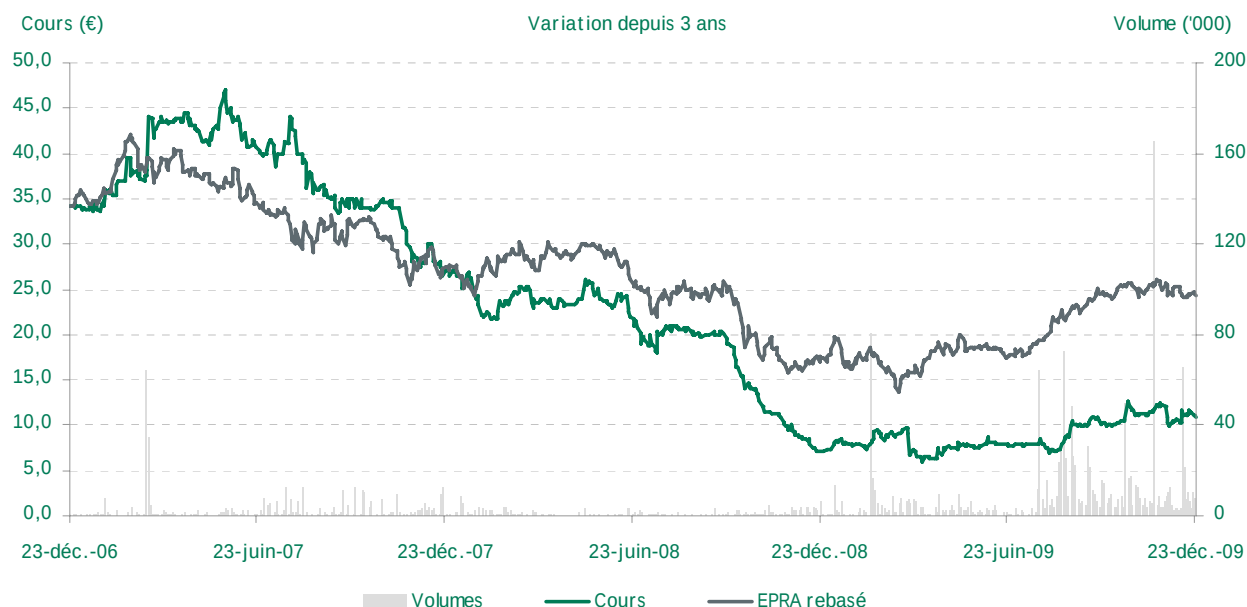
€	2 ans	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	23/12/2009
Cours moyen	13,16	7,59	8,67	10,04	10,63	10,92
Cours moyen pondéré par les volumes	9,42	8,47	9,02	10,31	10,91	10,92
Plus haut	25,65	11,75	11,75	11,75	11,75	10,92
Plus bas	4,66	4,66	5,65	8,54	8,58	10,92

Source : Datastream

Evolution historique

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de bourse (non retraité du dividende exceptionnel) de CLL entre le 22 décembre 2006 et le 23 décembre 2009, comparée à celle de l'EPRA France, indice composé des principales capitalisations boursières françaises du secteur de l'immobilier coté (« l'EPRA »).

Sur la période observée, le cours de CLL a sous-performé l'EPRA (depuis 3 ans, l'EPRA a connu une diminution de 29% contre un recul de 68%¹³ pour le titre CLL).



Source : Datastream

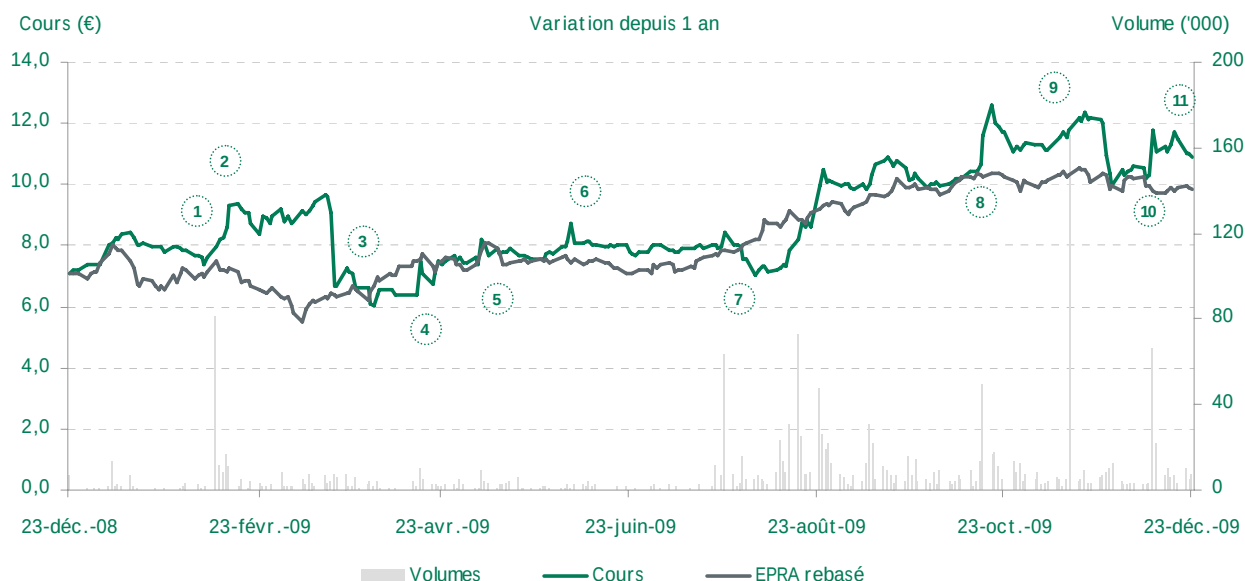
Evolution récente

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de bourse de CLL et des volumes échangés entre le 23 décembre 2008 et le 23 décembre 2009.

Sur la période, le cours de bourse de CLL a connu un parcours haussier en ligne avec l'indice de référence du secteur.

¹² Cours de bourse retraité de la distribution exceptionnelle d'une prime d'émission de 1,35 € par action en date du 30 novembre 2009.

¹³ Baisse de 67% sur la période après retraitement du dividende exceptionnel.

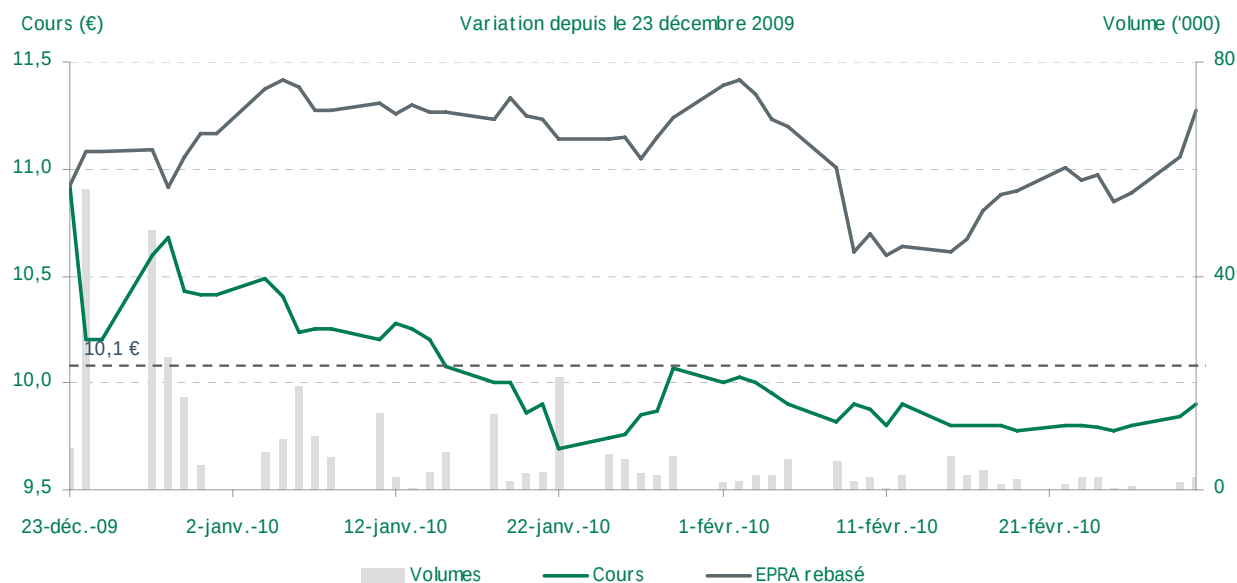


Source : Datastream

Les principaux événements ayant été de nature à influencer l'évolution boursière de CLL sont détaillés dans le tableau suivant :

Référence	Evénements
1	- 3 février 2009 : augmentation du nombre d'actions en circulation suite à l'attribution de 3 129 actions gratuites. Le capital est alors composé de 25 993 656 titres - 9 février 2009 : proposition d'une distribution de prime d'émission de 2,50 € par action soit un montant de 65 M€
2	- 11 février 2009 : communication des résultats de l'année 2008. Progression des loyers cumulés de 5,8% à périmètre constant
3	- 24 mars 2009 : mise en paiement de la distribution de prime d'émission de 2,50 € par action
4	- 16 avril 2009 : signature de 2 nouveaux baux de longue durée sur Crystal Park à Neuilly (PwC et IFF)
5	- 6 mai 2009 : communication des résultats du 1er trimestre 2009. 25,1 M€ de baux renouvelés et 50 M€ de cession en cours - 14 mai 2009 : renouvellement du bail avec le principal locataire de l'immeuble « Messine » à Paris
6	- 3 juin 2009 : poursuite du plan de cession d'actifs avec la vente d'un immeuble en cours de réalisation à Clichy (92) - 9 juin 2009 : changement dans le management de CLL. Stéphane Theuriau quitte ses fonctions de Président Directeur Général. Thomas Guyot et Alfonso Munk sont nommés Directeur Général et Président du Conseil d'Administration
7	- 29 juillet 2009 : communication des résultats du 1^{er} semestre 2009. Progression du résultat récurrent par action de 8% à périmètre comparable sur 12 mois
8	- 16 octobre 2009 : annonce par CLL de la convocation de l'assemblée générale et de la décision de proposer une distribution exceptionnelle de prime d'émission d'un montant de 0,93 € par action (porté par la suite à 1,35 €)
9	- 9 novembre 2009 : publication des résultats du 3^{ème} trimestre 2009. Loyers cumulés en hausse de 1,6% à périmètre comparable. Proposition d'une distribution exceptionnelle de prime d'émission portée à 1,35 € par action - 24 novembre 2009 : réunion des actionnaires en Assemblée Générale Mixte - 30 novembre 2009 : mise en paiement du dividende exceptionnel
10	- 9 décembre 2009 : publication d'un article dans la Tribune selon lequel Icade s'apprêterait à acquérir CLL
11	- 23 décembre 2009 : annonce du rapprochement entre Icade et CLL, MSREF devant devenir le 2^{ème} actionnaire d'Icade à hauteur de 4,5% du capital après l'opération

A ce jour, et depuis le 23 décembre 2009, le cours de bourse de CLL a évolué de la façon suivante :



Source : Datastream

4.3.3.3 Analyse des primes / décotes induites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques

Le tableau ci-dessous présente les primes et décotes engendrées par le prix d'Offre de 10,08 € par action par rapport i) au cours de bourse de clôture du 23 décembre 2009, ii) aux cours de bourse moyens pondérés par les volumes quotidiens sur différentes périodes depuis 6 mois. Les cours extrêmes sur les 12 derniers mois et la moyenne 1 an sont présentés à titre indicatif compte tenu de la faible liquidité au-delà des 6 derniers mois précédant l'annonce de l'opération, comme indiqué plus haut.

Cours de bourse ¹⁴ (au 23 décembre 2009)	Valeur de CLL (€ par action)	Prime induite par le prix d'Offre de 10,08 € par action (en %)
clôture spot	10,92	-7,7%
pondérée 1 mois	10,91	-7,6%
pondérée 3 mois	10,31	-2,3%
pondérée 6 mois	9,02	+11,8%
pondérée 12 mois*	8,47	+19,0%
n 1 an*	4,66	+116,3%
n 1 an*	11,75	-14,2%

* Présentés à titre indicatif

Le prix d'Offre de 10,08 € par action fait ressortir des primes comprise entre -7,7% et 11,8 % sur la base des cours de bourse moyens pondérés par les volumes depuis 6 mois.

4.3.4 Multiples boursiers

L'approche par comparaison boursière consiste à appliquer aux agrégats financiers de CLL retenus les multiples boursiers observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité.

¹⁴ Cours de bourse retraité de la distribution exceptionnelle d'une prime d'émission de 1,35 € par action en date du 30 novembre 2009.

4.3.4.1 Détermination de l'échantillon

Les critères retenus pour la détermination de l'échantillon de sociétés comparables sont les suivants :

- Exposition à l'immobilier d'entreprise (en particulier bureaux) localisé en France ;
- Taille du patrimoine ;
- Profil de rentabilité ;
- Durée des baux ;
- Option pour un régime fiscal de faveur (« SIIC » en France, SICAFI en Belgique...) ;
- Liquidité du titre.

En l'espèce, l'échantillon de sociétés comparables est composé des foncières suivantes :

- **Gecina, Foncière des Régions, Société Foncière Lyonnaise, Société de la Tour Eiffel** : sociétés SIIC spécialistes de l'immobilier d'entreprise (bureaux ou locaux d'activité) en France ;
- **Cofinimmo** : acteur belge ayant le statut SICAFI, positionné sur des actifs de bureaux loués à long terme, et bénéficiant d'un niveau de rendement proche de celui de CLL.

Sociétés	Valeur du patrimoine 2009 *	Répartition par type d'actifs					LTV 2009 publiée **
		Bureaux	Logistique	Résidentiel	Commerces	Autres	
	M€						%
Gecina	10 552	54%	5%	32%	0%	9%	45,7%
Foncière des Régions	9 286	76%	8%	0%	0%	15%	55,6%
SFL	3 094	76%	0%	1%	20%	3%	34,2%
Cofinimmo	3 041	58%	0%	0%	0%	42%	52,8%
Société de la Tour Eiffel ***	1 039	81%	15%	0%	0%	4%	59,4%
CLL	1 473	84%	14%	0%	0%	2%	78,3%

* Valeur de patrimoine hors droits au 31 décembre 2009

** Loan to Value calculée comme le rapport entre la dette financière nette sur la valeur de patrimoine (valeur droits inclus pour SFL ; valeur hors droits pour Gecina, FdR, Cofinimmo, STE et CLL)

*** Agrégats STE au 30 juin 2009

Source : Sociétés

Les sociétés ci-après ont été exclues de l'échantillon :

- Unibail-Rodamco, Klépierre et Silic n'ont pas été retenues en raison de la nature et de la localisation du portefeuille sous-jacent (centres commerciaux en Europe pour Unibail-Rodamco et Klépierre, parcs d'activité pour Silic) ;
- Eurosic et CeGeREAL n'ont pas été retenues compte tenu de leur faible liquidité boursière.

4.3.4.2 Choix des agrégats analysés

Les multiples considérés comme pertinents dans le cadre de cette analyse sont :

- La prime / décote sur ANR par action (calculée sur la base du dernier ANR publié, part du groupe, avant répartition, hors droits, après fiscalité latente et juste valeur des instruments financiers) ;
- Le multiple de cash flow courant (estimé sur la base du cash flow courant 2009 publié, après frais financiers, après impôts et part du groupe).

En revanche, plusieurs multiples apparaissant comme non pertinents ont été exclus du champ d'analyse. Ces indicateurs sont d'ailleurs usuellement écartés par les analystes financiers :

- ✓ Le multiple de revenus locatifs qui ne capte pas l'impact de la non-indexation des charges d'exploitation ;
- ✓ Les multiples d'EBITDA et d'EBIT dans la mesure où ces derniers ne tiennent pas compte de la structure financière de la société ;
- ✓ Le multiple de résultat net (PER) qui intègre la variation de juste valeur des actifs, élément par nature fortement fluctuant selon les sociétés et les années ;
- ✓ Le rendement du dividende, jugé trop dépendant de la politique financière de la Société (en particulier de son taux de distribution) et de sa politique de gestion du patrimoine. A titre d'information, le tableau ci-dessous présente l'historique de distribution de CLL¹⁵ comparé à celui d'Icade :

Distribution CLL	Distribution Icade
30 novembre 2009 : 1,35 € (distribution exceptionnelle)	30 avril 2009 : 3,25 €
24 mars 2009 : 2,50 €	
21 mai 2008 : 1,30 €	30 avril 2008 : 3,25 €
7 juin 2007 : 1,30 €	12 avril 2007 : 0,97€
	(avant restructuration et option pour le régime SIIC)

Le calcul des multiples boursiers s'est fait sur la base du cours moyen 1 mois pondéré par les volumes au 2 mars 2010.

4.3.4.3 Analyse des primes / décotes induites de l'Offre par rapport aux valorisations obtenues par les multiples boursiers

Le tableau ci-dessous présente les multiples observés sur le panel de sociétés comparables ainsi que la valeur de l'action CLL ressortant de l'application de ces multiples :

Sociétés comparables	Capitalisation boursière *	Cours de bourse *	LTV 2009 publiée	Prime/décote sur ANR 2009	P / Cash Flow 2009
	M€	€ par action	%	%	x
Gecina	4 623	73,9	45,7%	-16,3%	12,8x
Foncière des Régions	3 471	71,4	55,6%	0,0%	10,4x
SFL	1 647	35,4	34,2%	-10,6%	14,9x
Cofinimmo	1 251	98,5	52,8%	-1,5%	13,2x
Société de la Tour Eiffel **	278	51,1	59,4%	-14,5%	8,8x
Moyenne			49,5%	-8,6%	12,0x
Médiane			52,8%	-10,6%	12,8x

* Moyenne pondérée 1 mois au 02/03/2010

** STE : LTV au 30 juin 2009 ; ANR et cash flow prévisionnels issus du consensus Reuters

Valorisation de Compagnie La Lucette		
Agrégats CLL (€ par action)	10,1	1,0
Multiple moyen de l'échantillon	-8,6%	12,0x
Valorisation induite (€ par action)	9,21	12,56
<i>Prime induite par le prix d'offre de 10,08 € par action</i>	<i>9,39%</i>	<i>-19,75%</i>

Sources : Sociétés, Datastream, Reuters

¹⁵ Source : Bloomberg ; date de mise en paiement de la distribution.

Remarque liminaire : l'analyse par les multiples de sociétés comparables est limitée par la difficulté à disposer d'une information exhaustive : à la date de remise de notre rapport, l'ensemble des foncières de l'échantillon, à l'exception de STE, avait publié leur résultats 2009, en revanche leur rapport financier n'était pas nécessairement disponible. Concernant STE, les agrégats prévisionnels sont issus du consensus Reuters.

L'application du multiple de cash flow courant observé sur l'échantillon aboutit à une valeur élevée de CLL qui s'explique principalement par les différences de structures financières (LTV de 78,3% pour CLL, contre 49,5% en moyenne pour l'échantillon).

Compte tenu de la faible pertinence du multiple de cash flow, la valeur par action de CLL retenue pour l'approche par les comparables est celle issue de l'application de la prime/décote sur ANR, soit 9,21 €, valeur par rapport à laquelle le prix d'Offre proposé présente une prime de +9,39%.

4.3.5 Eléments de synthèse

Le prix d'Offre envisagé de 10,08 € par action fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs issues de notre évaluation multicritères :

Méthode de référence	Valeur de CLL (€ par action)	Prime induite par le prix d'Offre de 10,08 € par action (en %)
ANR au 31 décembre 2009	10,08	0,0%
Transaction de référence sur le capital de CLL	9,61	+4,9%
Cours de bourse (au 23 décembre 2009)		
Cours de clôture spot	10,92	-7,7%
Moyenne pondérée 1 mois	10,91	-7,6%
Moyenne pondérée 3 mois	10,31	-2,3%
Moyenne pondérée 6 mois	9,02	+11,8%
Prime/décote sur ANR à fin 2009	9,21	+9,4%

4.4 Analyse de l'Offre Mixte

Comme indiqué en section 1, la présente Offre propose une alternative, Icade s'engageant :

✔ Soit à acquérir les actions de CLL à un prix de 10,08 € par action apportée ;

Soit à échanger les actions CLL selon une parité de 2 actions Icade et 32,50 € en numéraire pour 21 actions CLL. Dans l'hypothèse où la date d'émission des nouvelles actions Icade à remettre dans le cadre de l'Offre Mixte serait postérieure à la date de détachement du dividende Icade au titre de l'exercice 2009, le montant de 32,50 euros de la partie espèces de l'Offre Mixte sera augmenté de 6,50 euros ce qui correspond au dividende attaché aux 2 actions Icade de la partie titres de l'Offre Mixte et permet ainsi de neutraliser le paiement du dividende. Dans une telle hypothèse, les conditions économiques de l'Offre Mixte seraient de 2 actions Icade et 39 euros en espèces pour 21 actions CLL.

Afin d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé, nous avons déterminé, selon une approche multicritère, la prime / décote implicite de la contre valeur¹⁶ de l'Offre Mixte par rapport :

¹⁶ Contrevaleur de l'Offre = (2 actions Icade + 32,50 € en numéraire) / 21.

- D'une part, à la valorisation de CLL selon la même méthode ;
- D'autre part, au cours de CLL à la date de l'annonce de l'opération (cours moyen pondéré un mois) et à la valeur de l'offre en espèces (10,08 € par action).

4.4.1 Actif Net Réévalué d'Icade

Les états financiers d'Icade sont établis selon la méthode des coûts historiques (à l'exception des instruments financiers comptabilisés en juste valeur).

L'actif net réévalué de liquidation d'Icade est donc obtenu en retraitant les fonds propres consolidés des éléments suivants :

- Plus-value latente sur les actifs immobiliers (calculée sur la base des valeurs droits inclus déterminées par les experts indépendants, ou pour les actifs sous promesse de vente, sur la base de la valeur de l'Offre), puis déduction des droits de mutation ;
- Plus-value latente sur les valeurs des sociétés de promotion et de services ;
- Déduction de la fiscalité sur les plus-values latentes des immeubles non éligibles au régime SIIC et des participations dans les sociétés de promotion et de services ;
- Impact de la mise en valeur de marché des dettes financières.

4.4.4.1 Valeurs d'expertise

Le patrimoine immobilier d'Icade fait l'objet d'une évaluation semestrielle confiée à des experts indépendants, en l'occurrence CBRE, et plus marginalement Jones Lang LaSalle.

➤ Valorisation du portefeuille tertiaire

Le pôle tertiaire regroupe les actifs de bureaux, parcs tertiaires (actifs en exploitation et actifs en développement¹⁷), équipements, commerces et centres commerciaux.

De façon générale, la valorisation des actifs tertiaires procède de la même méthodologie : croisement entre une approche par capitalisation des revenus et une approche par actualisation des flux futurs, recoupé le cas échéant par une comparaison directe (méthodologie détaillée en section 4.3.1.1.). L'expert intègre par ailleurs dans ses travaux les spécificités des actifs évalués :

- Le patrimoine en développement est valorisé en tenant compte de l'état d'avancement des travaux et autorisations, et des risques inhérents au projet¹⁸.
- Le patrimoine de cliniques et autres équipements publics, par nature très spécifique, est valorisé en tenant compte du niveau d'exploitation et par conséquent de la valeur du fonds de commerce.

➤ Valorisation du portefeuille logements

Une part significative du pôle logements étant en cours d'arbitrage au 31 décembre 2009 (protocole d'accord signé avec un consortium formé par la Société Nationale Immobilière, les grands offices départementaux et bailleurs sociaux d'Ile de France), la valeur retenue pour ce portefeuille correspond au prix de vente contractuel.

¹⁷ Réserves foncières, droits à construire, immeubles en développement ou redéveloppement, etc.

¹⁸ La valeur vénale des terrains est estimée selon la méthode du bilan promoteur qui consiste à déduire de la valeur estimée de l'immeuble à la livraison l'ensemble des coûts à engager pour la réalisation du projet.

Les logements en copropriété, qui ne sont pas concernés par cet accord, sont en revanche, valorisés par les experts selon une approche par comparaison établie sur la base de valeurs de marché au mètre carré.

➤ Plus-value latente

Au total, la valeur du patrimoine d'Icade ressort à 5 804 M€ (hors droits) au 31 décembre 2009 et se décompose comme suit :

	Valeur de patrimoine hors droits (M€)	Taux de rendement ¹⁹
Bureaux	1 400	7,6%
Parcs tertiaires	1 289	8,3%
Commerces et centres commerciaux	281	7,1%
Cliniques et autres équipements publics	842	7,1%
Logements	1 992	n.c.

Les immeubles de placement étant enregistrés à leur coût historique et amortis selon leur durée d'utilité, les capitaux propres consolidés d'Icade n'incluent pas de plus-value latente sur la valeur des ensembles immobiliers.

La plus-value latente brute est estimée sur la base des valeurs d'expertise diminuées des valeurs nettes comptables des actifs. La fiscalité sur ces plus-values latentes ne concerne que les actifs non éligibles au régime SIIC. En l'espèce, il s'agit essentiellement de quelques commerces de pieds d'immeubles résidentiels²⁰ (taux d'imposition de 34,43%) et du portefeuille de bureaux allemands (taux d'imposition de 15,8%).

Au total, la plus-value latente nette sur les actifs immobiliers s'élève à 2 145,5 M€ au 31 décembre 2009 (après fiscalité et hors droits).

4.4.1.2 Evaluation des activités de services et de promotion

Les sociétés de promotion et de services font également l'objet d'une évaluation semestrielle par un expert indépendant. Ces travaux reposent essentiellement sur une approche par actualisation des flux futurs (sur la base d'un plan moyen terme fourni par Icade).

Après prise en compte de la fiscalité, la plus-value latente sur ces activités est estimée à 173,7 M€ au 31 décembre 2009.

4.4.1.3 Valeur de marché de la dette

L'ajustement à la valeur de marché de la dette à taux fixe s'élève à 0,5 M€.

4.4.1.4 Nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu pour le calcul de l'actif net réévalué d'Icade s'élève à 48 851 614 et correspond au nombre d'actions émises au 31 décembre 2009 (49 293 131) diminué des actions auto-détenues (455 843) et ajusté de l'impact des éléments dilutifs :

➤ 8 515 actions à créer compte tenu des obligations remboursables en actions qui restent au 31 décembre 2009 et des modalités de remboursement²¹.

¹⁹ Taux de rendement net calculé sur la base des loyers annualisés nets des surfaces louées et des loyers nets potentiels des surfaces vacantes ramenées à la valeur d'expertise hors droits des actifs (hors réserves foncières et projets en développement).

²⁰ Immeubles portés par la société Icade Commerces SASU.

²¹ 2 478 361 actions à créer au total compte tenu des ORA existantes au 31 décembre 2009, dont 2 469 846 détenues par une société du groupe Icade et considérées par conséquent comme de l'auto-contrôle.

- 5 811 nouvelles actions liées aux stock-options. L'effet dilutif est calculé selon la méthode du rachat d'actions suivant laquelle les fonds recueillis suite à l'exercice des droits sont affectés au rachat d'actions Icade à un prix de marché. Le nombre d'actions rachetées vient ainsi en diminution du nombre d'actions créées suite à l'exercice des options.

4.4.1.5 Analyse de la prime / décote induite de la contrevaletur de l'Offre sur la base de l'ANR

L'ANR d'Icade au 31 décembre 2009 s'élève à 84,53 € par action, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Capitaux propres consolidés part du groupe	1 809,9 M€
Plus-values latentes brutes sur actifs immobiliers (hors droits et frais)	2 163,6 M€
Fiscalité sur les plus-values latentes des actifs immobiliers (hors droits)	- 18,1 M€
Plus-values latentes sur les sociétés de promotion et de services	192,7 M€
Fiscalité sur les plus-values latentes des titres de sociétés de promotion et de services	- 19,0 M€
Ajustement de la dette à sa valeur de marché	0,5 M€
Actif net réévalué de liquidation (HD)	4 129,6 M€
Nombre d'actions totalement dilué	48 851 614
Actif net réévalué de liquidation (HD) par action	84,53 €

La contrevaletur de l'Offre estimée sur la base de l'actif net réévalué d'Icade s'élève à 9,60 € par action.

4.4.2 Transactions de référence sur le capital d'Icade

La Caisse des Dépôts et des Consignations a réalisé en août 2009 une opération de reclassement de 1 400 000 actions Icade, représentant environ 2,85% du capital et 2,87% des droits de vote. Cette opération a permis à Icade de respecter les obligations en termes de structure actionnariale liées au régime SIIC 4. La cession de ces actions s'est effectuée dans le cadre d'un placement accéléré démarché au prix de 65 € par action.

Comme indiqué dans le paragraphe 4.3.2., Icade a par ailleurs bénéficié le 16 février 2010 d'un apport par MSREF de 59,5% du capital de CLL. Cette opération a été rémunérée en actions Icade. Concomitamment, MSREF a réinvesti une partie du produit de la cession en numéraire des 35% du capital de CLL en souscrivant à une augmentation de capital réservée d'Icade au prix de 84,67 €.

Aucune autre opération récente et significative n'a été réalisée sur le capital d'Icade.

4.4.3 Cours de bourse d'Icade

La société Icade, introduite en bourse en avril 2006, est cotée sur le Compartiment A d'Euronext. Le titre fait partie de l'indice SBF 250, Next 150 Index, Euronext 100 Index, Dow Jones Stoxx Global 600, SBF 120.

4.4.3.1 Analyse de la liquidité du titre Icade

La liquidité du titre Icade a été analysée au regard des volumes moyens de titres échangés quotidiennement et du taux de rotation moyen du flottant sur différentes périodes avant le 23 décembre 2009.

	2 ans	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	23/12/2009
Volume moyen quotidien ('000)	64,8	60,1	56,0	55,1	51,6	47,1
Volume moyen quotidien en % du flottant	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Volume moyen quotidien en % du capital	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Volumes cumulés ('000)	33 112	15 373	7 394	3 636	1 188	47
Rotation totale du flottant (%)	143,1%	80,4%	37,8%	18,0%	5,9%	0,2%
Rotation totale du capital (%)	67,3%	31,2%	15,0%	7,4%	2,4%	0,1%

Source : Datastream

Le total des titres échangés sur l'année écoulée, fait apparaître un taux de rotation de l'ensemble du capital de 31,2%. Compte tenu de cette liquidité, la référence au cours de bourse apparaît pertinente.

4.4.3.2 Evolution du cours de bourse d'Icade

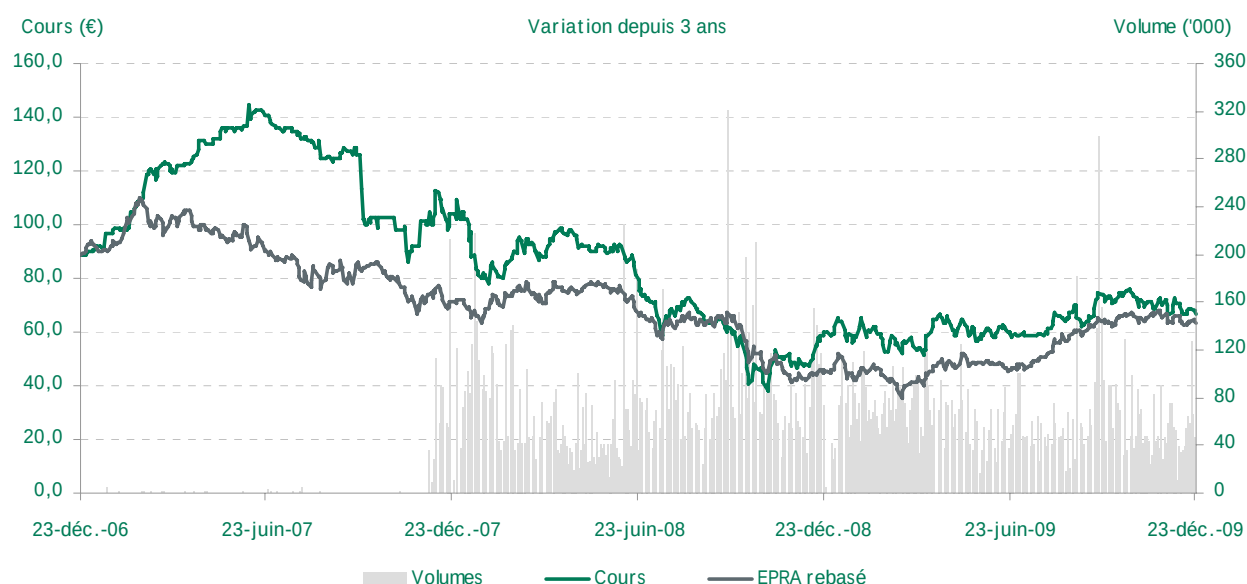
€	2 ans	1 an	6 mois	3 mois	1 mois	23/12/2009
Cours moyen	69,19	63,44	67,22	71,15	68,90	67,00
Cours moyen pondéré par les volumes	67,84	63,57	67,97	71,24	68,71	67,00
Plus haut	109,22	75,76	75,76	75,76	72,50	67,00
Plus bas	38,18	51,38	58,20	66,35	66,35	67,00

Source : Datastream

Evolution historique

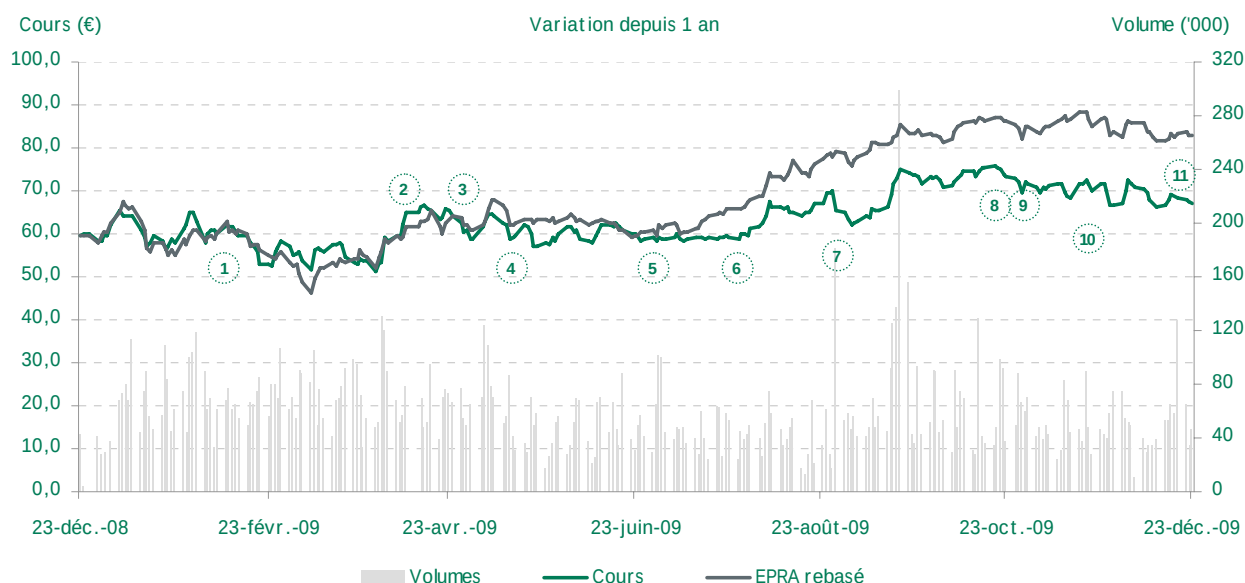
Le graphique suivant présente l'évolution du cours de bourse d'Icade comparée à celle de l'EPRA France entre le 22 décembre 2006 et le 23 décembre 2009.

Il convient de noter que la société n'a bénéficié d'une réelle liquidité que depuis la réorganisation stratégique opérée en novembre 2007 (fusions-absorptions des sociétés Icade Foncière Publique, Icade Patrimoine, Icade Foncière des Pimonts et Icade par la société Icade EMGP devenue Icade).



Source : Datastream

Evolution récente



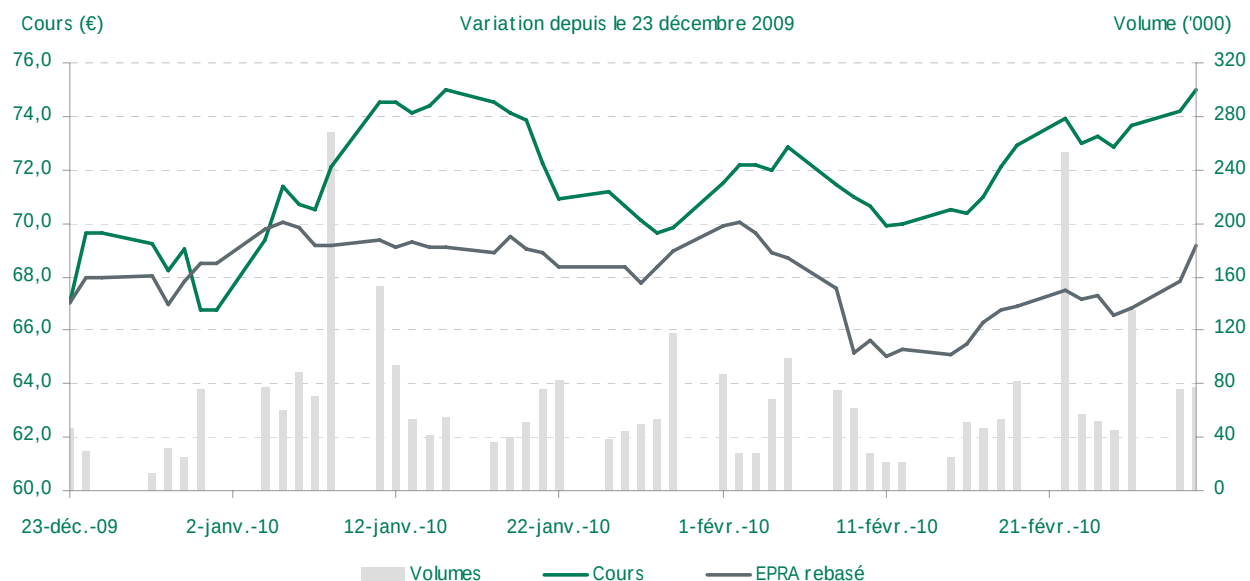
Source : Datastream

Le graphique ci-dessus présente l'évolution du cours de bourse d'Icade et des volumes échangés entre le 23 décembre 2008 et le 23 décembre 2009.

Les principaux événements ayant été de nature à influencer l'évolution boursière d'Icade sont détaillés dans le tableau ci-après :

Référence	Evénements
1	– 9 février 2009 : publication des résultats 2008 d'Icade. Résultat net en hausse de 18%. Proposition de distribution d'un dividende de 3,25 € par action
2	– 9 avril 2009 : annonce de négociations exclusives pour la cession de l'activité d'administration de biens
3	– 29 avril 2009 : annonce de négociations exclusives pour la cession de la filiale de facility management – 30 avril 2009 : mise en paiement du dividende de 3,25 € par action
4	– 13 mai 2009 : annonce des résultats du 1 ^{er} trimestre 2009. Chiffre d'affaires en baisse de 7,5%
5	– 23 juin 2009 : accord signé pour la cession de la filiale de facility management – 30 juin 2009 : exclusivité accordée à un consortium mené par la SNI pour la cession du pôle logements
6	– 28 juillet 2009 : annonce des résultats du 1 ^{er} semestre 2009. Résultat net en hausse de 22%
7	– 28 août : succès de l'opération de reclassement d'actions Icade effectuée par la CDC
8	– 22 octobre 2009 : publication des résultats du 3 ^{ème} trimestre 2009. Chiffre d'affaires en recul de 5,5%
9	– 30 octobre 2009 : fusion par absorption de SIIC Invest par Icade
10	– 16 novembre 2009 : finalisation de la cession du pôle logement à la SNI
11	– 23 décembre 2009 : annonce du rapprochement entre Icade et CLL, MSREF devenant le 2 ^{ème} actionnaire d'Icade à hauteur de 4,5% du capital après l'opération

Comme présenté dans le graphique ci-dessous, le cours de bourse d'Icade a très légèrement augmenté depuis le 23 décembre 2009, tant en valeur absolue que relativement à l'indice EPRA.



Source : Datastream

4.4.3.3 Analyse des primes / décotes induites de la contrevaletur de l'Offre sur la base des cours de bourse historiques

Cours de bourse (au 23 décembre 2009)	Valeur d'Icade (€ par action)	Contrevaletur de l'Offre Mixte ²² (€ par action)	Valeur de CLL à méthode comparable (€ par action)	Prime induite par la contrevaletur (en %)
Cours de clôture spot	67,00	7,93	10,92	-27,4%
Moyenne pondérée 1 mois	68,71	8,09	10,91	-25,8%
Moyenne pondérée 3 mois	71,24	8,33	10,31	-19,2%
Moyenne pondérée 6 mois	67,97	8,02	9,02	-11,1%
Moyenne pondérée 12 mois*	63,57	7,60	8,47	-10,3%
Minimum 1 an*	51,38	6,44	4,66	+38,2%
Maximum 1 an*	75,76	8,76	11,75	-25,4%

* Présentés à titre indicatif

4.4.3.4 Analyse des objectifs de cours des analystes financiers

Le titre Icade est suivi de manière régulière par une dizaine d'analystes financiers. Les objectifs de cours de ces derniers sont présentés ci-après à titre indicatif :

²² Contrevaletur de l'Offre = (2 actions Icade + 32,50 € en numéraire) / 21.

Analyste ²³	Date de publication	Recommandation	Cours cible (€)
Société Générale	19/02/2010	Hold	68,00
Aurel - BGC	19/02/2010	Buy	82,00
AlphaValue	18/02/2010	Reduce	63,50
Exane BNP Paribas	15/02/2010	Outperform	80,00
Tradition Securities	12/02/2010	Buy	80,00
Kempen & Co	08/01/2010	Add	78,50
Goldman Sachs	08/01/2010	Neutral / Cautious	72,70
Kepler Capital Markets	08/01/2010	Buy	82,20
RBS	06/01/2010	Buy	78,00
Morgan Stanley	24/12/2009	Restricted	n/a
CA Cheuvreux	24/12/2009	Outperform	79,00
Moyenne des cours cibles post-annonce de la transaction			76,39
Société Générale	18/12/2009	Hold	63,00
AlphaValue	17/12/2009	Reduce	64,80
Kepler Capital Markets	15/12/2009	Reduce	76,50
Aurel - BGC	10/12/2009	Hold	71,00
Exane BNP Paribas	30/11/2009	Neutral	74,30
Morgan Stanley	18/11/2009	Overwt / Cautious	72,00
Dolmen Stockbrokers	13/11/2009	Buy	78,00
Goldman Sachs	30/09/2009	Neutral / Cautious	64,70
CA Cheuvreux	16/09/2009	Outperform	77,80
Moyenne des cours cibles pre-annonce de la transaction			71,34

L'annonce de la transaction a globalement été accueillie de façon favorable par les analystes financiers. Ces derniers ont notamment apprécié la capacité d'Icade à réinvestir rapidement une partie des produits de cession du pôle logements. L'objectif moyen de cours de bourse a progressé d'environ 7% depuis le 23 décembre 2009.

4.4.4 Multiples boursiers

4.4.4.1 Détermination de l'échantillon

L'échantillon de sociétés comparables à Icade correspond à celui retenu pour la valorisation de CLL (**Gecina, Foncière des Régions, Société Foncière Lyonnaise, Cofinimmo et Société de la Tour Eiffel**) complété de 3 sociétés afin de tenir compte des spécificités d'Icade :

- **Unibail-Rodamco et Klépierre** : foncières commerciales de taille significative bénéficiant d'une forte liquidité sur leur titre et d'une structure financière stabilisée ;
- **Silic** : propriétaire-développeur de parcs tertiaires en Ile-de-France.

²³ Source : Bloomberg ; seules les dernières publications avant et après annonce de la transaction ont été présentées.

Sociétés	Valeur du patrimoine 2009 *	Répartition par type d'actifs					LTV 2009 publiée **
		Bureaux	Logistique	Résidentiel	Commerces	Autres	
	M€						%
Unibail-Rodamco	22 123	18%	0%	0%	74%	8%	32,0%
Klépierre	11 450	7%	0%	0%	93%	0%	49,4%
Gecina	10 552	54%	5%	32%	0%	9%	45,7%
Foncière des Régions	9 286	76%	8%	0%	0%	15%	55,6%
SFL	3 094	76%	0%	1%	20%	3%	34,2%
Silic	3 050	79%	0%	0%	3%	18%	36,6%
Cofinimmo	3 041	58%	0%	0%	0%	42%	52,8%
Société de la Tour Eiffel ***	1 039	81%	15%	0%	0%	4%	59,4%
Icade	5 804	24%	22%	34%	5%	15%	35,8%

* Valeur de patrimoine hors droits au 31 décembre 2009

** Loan to Value calculée comme le rapport entre la dette financière nette sur la valeur de patrimoine (valeur droits inclus pour Unibail-Rodamco, Klépierre, SFL et Silic ; valeur hors droits pour Gecina, FdR, Cofinimmo, STE et Icade)

*** Agrégats STE au 30 juin 2009

Source : Sociétés

Eurosic et CeGeREAL ont été exclues de l'échantillon pour les mêmes raisons que celles évoquées en section 4.3.4.1.

4.4.4.2 Choix des agrégats analysés

Les multiples considérés comme pertinents dans le cadre de cette analyse sont les mêmes que ceux retenus pour la valorisation de CLL, à savoir la prime / décote sur ANR par action et le multiple de cash flow courant (voir section 4.3.4.2.).

4.4.4.3 Analyse des primes / décotes induites de la contrevaletur de l'Offre sur la base des multiples boursiers Icade

Le tableau ci-dessous présente la valeur de l'action Icade ressortant de l'application des multiples observés sur l'échantillon de sociétés comparables :

Sociétés comparables	Capitalisation boursière *	Cours de bourse *	LTV 2009 publiée	Prime/décote sur ANR 2009	P / Cash Flow 2009
	M€	€ par action	%	%	x
Unibail-Rodamco	13 795	151,2	32,0%	17,9%	16,4x
Klépierre	4 916	27,0	49,4%	0,8%	13,1x
Gecina	4 623	73,9	45,7%	-16,3%	12,8x
Foncière des Régions	3 471	71,4	55,6%	0,0%	10,4x
SFL	1 647	35,4	34,2%	-10,6%	14,9x
Silic	1 422	82,4	36,6%	-17,9%	12,1x
Cofinimmo	1 251	98,5	52,8%	-1,5%	13,2x
Société de la Tour Eiffel **	278	51,1	59,4%	-14,5%	8,8x
Moyenne			45,7%	-5,3%	12,7x
Médiane			47,6%	-6,1%	12,9x

* Moyenne pondérée 1 mois au 02/03/2010

** STE : LTV au 30 juin 2009 ; ANR et cash flow prévisionnels issus du consensus Reuters

Valorisation d'Icade		
Agrégats Icade (€ par action)	84,5	3,8
Multiple moyen de l'échantillon	-5,3%	12,7x
Valorisation induite (€ par action)	80,09	47,88
<i>Contrevaleur de la branche mixte de l'Offre (€ par action)</i>	<i>9,18</i>	<i>6,11</i>

Sources : Sociétés, Datastream, Reuters

L'application du multiple de cash flow aboutit à une valeur très inférieure à celle obtenue par l'application de la décote sur ANR. Cet écart s'explique par le niveau de rentabilité de l'activité logements : activité représentant 34% du patrimoine d'Icade et présentant une rentabilité brute plus faible et un niveau de charges plus élevé que les autres classes d'actifs. Toutefois, compte tenu de la politique d'investissement annoncée par Icade, orientation vers l'investissement en immobilier tertiaire, on peut supposer que la rentabilité du groupe tendra vers celle de ses comparables (à structure financière semblable).

La valeur par action d'Icade obtenue par application de la prime/décote sur ANR observée chez les comparables est de 80,09 € par action. La contrevaleur de l'offre mixte s'élève à 9,18 €.

4.4.5 Eléments de synthèse concernant la branche mixte

4.4.5.1 Comparaison à méthodes homogènes

Méthode de référence	Valeur d'Icade (€ par action)	Contrevaleur de l'Offre Mixte (€ par action)	Valeur de CLL à méthode comparable (€ par action)	Prime induite par la contrevaleur par rapport à la valeur de CLL (en %)
ANR au 31 décembre 2009	84,53	9,60	10,08	-4,8%
Transactions de référence sur le capital				
Reclassement CDC ²⁴	65,00	7,74	9,61	-19,5%
Augmentation de capital MSREF	84,67	9,61	9,61	0,0%

²⁴ Le reclassement effectué par la CDC a été comparé à l'unique transaction de référence sur le capital de CLL

Cours de bourse (au 23 décembre 2009)				
Cours de clôture spot	67,00	7,93	10,92	-27,4%
Moyenne pondérée 1 mois	68,71	8,09	10,91	-25,8%
Moyenne pondérée 3 mois	71,24	8,33	10,31	-19,2%
Moyenne pondérée 6 mois	67,97	8,02	9,02	-11,1%
Prime/décote sur ANR à fin 2009	80,09	9,18	9,21	-0,4%

4.4.5.2 Comparaison de l'Offre Mixte avec l'Offre d'Achat et la valeur boursière de CLL

Méthode de référence	Contrevaleur de l'Offre Mixte (€ par action)	Prime induite par la contrevaleur par rapport au cours moyen pondéré de CLL²⁵ (10,91 € par action) (en %)	Prime induite par la contrevaleur par rapport à la valeur de l'Offre d'Achat (10,08 € par action) (en %)
ANR au 31 décembre 2009	9,60	-12,0%	-4,8%
Transactions de référence sur le capital			
Reclassement CDC	7,74	-29,1%	-23,2%
Augmentation de capital MSREF	9,61	-11,9%	-4,6%
Cours de bourse (au 23 décembre 2009)			
Cours de clôture spot	7,93	-27,3%	-21,3%
Moyenne pondérée 1 mois	8,09	-25,8%	-19,7%
Moyenne pondérée 3 mois	8,33	-23,6%	-17,3%
Moyenne pondérée 6 mois	8,02	-26,5%	-20,4%
Prime/décote sur ANR à fin 2009	9,18	-15,9%	-9,0%

5 ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DES CONTREPARTIES OFFERTES

En préambule, il convient de rappeler les éléments suivants :

- ✔ Compte tenu de l'étroitesse de son flottant, CLL bénéficie d'une liquidité boursière modeste. Préalablement à la cession de sa participation à Icade par MSREF, la Société était par ailleurs dans une situation d'endettement contrainte eu égard à l'importance, d'une part, de son levier financier, d'autre part, des échéances de refinancement à horizon 2011. Enfin, la transaction a permis à CLL de se conformer aux contraintes de détention imposées par le régime SIIC, faute de quoi la Société aurait temporairement, voire définitivement, perdu le bénéfice de ce régime d'exonération fiscale.
- ✔ La cession du bloc majoritaire qui a récemment eu lieu sur le capital de CLL et qui motive la présente Offre a été réalisée par un professionnel averti, spécialiste du secteur immobilier, et disposant d'une information approfondie sur la situation actuelle et les perspectives de la Société.

A l'issue de nos travaux, il apparaît que :

- ✔ Les conditions de l'Offre Mixte sont en ligne avec les conditions de la transaction annoncée le 23 décembre 2009 et au terme de laquelle Icade a acquis 94,5% du capital de CLL. La présente Offre

²⁵ Cours moyen 1 mois pondéré par les volumes au 23 décembre 2009 et ajusté de la distribution exceptionnelle de 1,35 € par action au 30 novembre 2009.

permet donc aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions dans des conditions identiques à celles dont a bénéficié MSREF, actionnaire majoritaire sortant.

✓ S'agissant de l'Offre d'Achat ou de la contrepartie offerte dans le cadre du retrait obligatoire, le prix proposé de 10,08 € par action doit s'apprécier au regard des méthodes de valorisation des titres de CLL et des caractéristiques de la société :

- La valeur obtenue par l'ANR (10,08 € par action) intègre les flux futurs générés par chaque actif, la nature des baux et les caractéristiques intrinsèques de chaque immeuble. Elle constitue une approche détaillée de la situation patrimoniale de la Société à la fin de l'année 2009 et un agrégat de référence dans le secteur des sociétés foncières.
- La transaction réalisée par MSREF, à 9,61 € par action pour 35% des titres CLL, est une référence importante, car réalisée par un investisseur averti, au fait du marché et des points forts de la Société. Cette opération fait néanmoins partie d'une transaction globale portant sur 94,5% du capital de CLL et ayant été réalisée avec une part en titres supérieure à 80% en valeur. La référence au prix de 9,61 € par action ne peut donc pas être considérée comme absolue.
- Les cours de bourse, moyens 1, 3, 6 mois et spot, à la date de l'annonce de l'opération sont compris entre 9,02 € et 10,92 € par action. Ces cours sont faiblement représentatifs de la valeur réelle de la Société. En effet, après une absence quasi-totale d'échanges jusqu'en juillet 2009, les transactions se sont étoffées à partir de cette période, entraînant une augmentation des cours du fait de la taille très réduite du flottant et de volumes restant malgré tout peu importants.
- Les primes / décotes sur ANR des comparables boursiers sont une approche courante dans le secteur des foncières et conduisent à une valeur de CLL de 9,21 € par action, représentant une décote limitée sur l'ANR de la Société.
- Notre appréciation de la pertinence des méthodes de valorisation nous conduit à donner un poids prépondérant à l'ANR, sans pour autant le considérer comme le critère unique :
 - L'ANR n'est certes pas la mesure absolue de la valeur de CLL dans la mesure où il n'intègre pas les coûts de structure futurs actualisés et où il ne tient pas compte des risques d'exécution liés au refinancement de la Société (augmentation du coût d'endettement, cessions contraintes de certains actifs, etc.).
 - Néanmoins, le patrimoine de CLL correspond aux typologies d'actifs actuellement recherchés par les investisseurs, tant pour les qualités intrinsèques des actifs que pour la nature des baux.
- Au final, les approches ci-dessus nous conduisent à une valorisation multicritère du titre CLL comprise entre un minimum de 9,61 € par action correspondant au prix de la transaction avec MSREF sur le bloc de 35% de CLL et un maximum de 10,08 € par action correspondant à l'ANR par action de CLL à fin 2009.

✓ Enfin, il convient de souligner que l'Offre Mixte présente depuis l'origine une asymétrie avec l'Offre d'Achat puisque sa contrevaletur est comprise entre 7,93 € et 8,69 € sur la base respectivement du cours à la date d'annonce de la transaction et de celui au 2 mars 2010. D'un point de vue économique, l'Offre Mixte est ainsi moins attrayante pour le minoritaire qui aura intérêt à apporter à l'Offre d'Achat. Dès lors, en proposant un prix de 10,08 € par action dans le cadre de l'Offre d'Achat ou du retrait obligatoire, soit le haut de la fourchette précitée, correspondant à l'ANR de CLL, Icade permet à l'actionnaire de CLL, placé devant un choix économique réduit, de bénéficier, dans l'Offre d'Achat, de la pleine et entière valeur patrimoniale de son action.

Ces observations nous permettent de conclure au caractère équitable des contreparties offertes aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre d'Achat comme de l'Offre Mixte.

Cette conclusion s'applique également à la contrepartie offerte aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait intervenir au cas où Icade détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote de CLL à l'issue de l'Offre.

Fait à Paris La Défense, le 4 mars 2010

Crédit Agricole Corporate & Investment Bank

ANNEXES

1. Composition de l'équipe en charge

- ✓ Pierre Marlier, Managing Director, Head of Financial Institutions and Real Estate Group
 - ▮ De 1990 à 1997, Pierre Marlier est à la tête de l'équipe de Corporate Finance et M&A d'Indosuez en Belgique, puis du département Banques et Institutions Financières à Paris (1998-2003).
 - ▮ Depuis 2003, Pierre Marlier dirige l'équipe en charge des opérations de fusions et acquisitions des Institutions Financières et de l'Immobilier.
 - ▮ Il possède une grande expérience en M&A, en Capital Markets et en Ingénierie Financière dans de nombreux secteurs dont l'immobilier.
 - ▮ Pierre est titulaire d'une Maîtrise en Droit et en Economie (Facultés Universitaires Saint-Louis and Université Catholique de Louvain). Il parle couramment le français, le néerlandais et l'anglais.

- ✓ Eric Grena, Director, Mergers and Acquisitions
 - ▮ A partir de 1987, Eric Grena est ingénieur-conseil puis responsable du département d'analyse financière de la BNP. Il rejoint la banque d'affaires du Crédit Lyonnais, Clinvest, en 1997, puis CA-CIB en 2004.
 - ▮ Au titre de ses fonctions, il a eu la responsabilité de nombreuses évaluations dans le cadre de privatisations, d'offre publiques et de regroupements d'entreprises, dans les secteurs industriels, bancaire, de l'assurance et immobilier.
 - ▮ Eric est Ingénieur diplômé de l'Ecole Centrale de Paris et de l'Institut Français du Pétrole et des Moteurs, et diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris. Il est membre de la Société Française de Analystes Financiers.

- ✓ Sébastien Eymard, Vice President, Financial Institutions and Real Estate
 - ▮ Sébastien Eymard a rejoint CA-CIB en février 2003 et fait partie de l'équipe en charge de l'origination et de l'exécution des transactions M&A et Equity Capital Markets, du secteur immobilier et financier européen.

- Il a récemment été impliqué dans de nombreux mandats immobiliers, notamment en tant que conseil de Foncière des Régions dans son opération de renforcement des fonds propres et de Foncière Développement Logement au sujet de son OPA simplifiée. Il a également participé au mandat concernant l'augmentation de capital par placement privé d'Altarea et a conseillé Gecina dans le cadre de l'accord de séparation avec Metrovacesa.
- Il a précédemment travaillé pendant 2 ans chez Andersen, où il a notamment effectué des missions de due diligences dans les secteurs aéronautique et bancaire.
- Sébastien est ingénieur financier (Centrale) et est CFA charterholder.

➤ Alexandra Loubier, Associate, Financial Institutions and Real Estate

- Alexandra Loubier a rejoint l'équipe en charge des Institutions Financières et de l'Immobilier en 2006.
- Elle possède une expérience en M&A et en ECM dans de nombreux secteurs tels que la banque, les services titres, le crédit à la consommation et l'immobilier.
- Alexandra a récemment été impliquée dans plusieurs mandats immobiliers, notamment en tant que conseil de Gecina au sujet de l'accord de séparation avec Metrovacesa, en tant que conseil de Foncière des Régions dans son opération de renforcement des fonds propres et de Foncière Développement Logement au sujet de son OPA simplifiée.
- Alexandra est diplômée de l'ESCP EAP.

➤ Albéric Fischer, Analyst, Financial Institutions and Real Estate

- Albéric Fischer a rejoint l'équipe en charge des Institutions Financières et de l'Immobilier en 2008.
- Il possède une expérience en M&A et en ECM dans de nombreux secteurs tels que la banque, l'assurance, la gestion d'actifs et l'immobilier.
- Albéric a récemment été impliqué dans de nombreux mandats immobiliers, notamment en tant que conseil de Foncière des Régions dans son opération de renforcement des fonds propres et de Foncière Développement Logement au sujet de son OPA simplifiée.
- Albéric est diplômé de l'Université Paris Dauphine (Maîtrise) et de l'ESCP EAP (Master).

2. Liste des documents mis à notre disposition

Les documents utilisés pour les besoins de l'évaluation sont les suivants :

➤ Informations comptables et financières

- Au 31 décembre 2008 :
 - Documents de référence 2008 de CLL et Icade ;
 - Présentations des résultats annuels 2008 de CLL et Icade ;
 - Expertises immobilières au 31 décembre 2008 de CLL et Icade.

▬ Au 30 juin 2009 :

- o Rapports financiers semestriels 2009 de CLL et Icade ;
- o Présentations des résultats semestriels 2009 de CLL et Icade ;
- o Expertises immobilières au 30 juin 2009 de CLL et Icade.

▬ Au 31 décembre 2009 :

- o Comptes consolidés au 31 décembre 2009 de CLL et d'Icade ;
- o Actifs nets réévalués au 31 décembre 2009 de CLL et d'Icade ;
- o Rapport de gestion de CLL ;
- o Etat locatif global au 26 novembre 2009 et 1^{er} janvier 2010 de CLL ;
- o Valorisation des instruments de couverture au 31 décembre 2009 de CLL ;
- o Calcul détaillé du nombre d'actions dilué d'Icade au 31 décembre 2009.

▬ Autres :

- o Calendrier prévisionnel des projets en développement de CLL (Boulogne et Grenelle) ;
- o Détail des emprunts bancaires au 30 septembre 2009 de CLL ;
- o Evolution commentée des coûts de fonctionnement de CLL sur la période 2007 – 2010 (estimé) ;
- o Tableau de bord mensuel de la foncière tertiaire d'Icade à décembre 2009 ;
- o Rapport de valorisation des activités promotion et services d'Icade au 7 décembre 2009.

▬ Informations juridiques :

- ▬ Protocole d'accord entre MSREF et Icade daté du 23 décembre 2009.

▬ Versions successives du rapport d'évaluation d'UBS.

▬ Rapport des Commissaires aux apports sur la valeur de l'apport par MSREF à Icade de 59,50% du capital de CLL.

▬ Informations en ligne :

- ▬ Consultation du site de CLL (www.compagnielalucette.com) ;
- ▬ Consultation du site d'Icade (www.icade.fr) ;
- ▬ Consultation du site de l'AMF (www.amf-france.org) ;
- ▬ Communiqués de presse.

▬ Bases de données :

- ▬ Datastream ;
- ▬ Bloomberg ;

▬ Reuters.

▬ Publications des sociétés comparables.

▬ Notes de recherches réalisées par les bureaux d'analyses.

3. Interlocuteurs rencontrés

▬ CLL :

▬ Thomas Guyot, Directeur Général

▬ Emmanuel Gey, Directeur Financier

▬ Vincent Brunswick, Directeur Stratégie

▬ Ghislain Tezenas, Responsable pôle Corporate

▬ Jérôme Klein, Directeur de l'Asset Management

▬ Patrick Martin, Asset Manager / Développements

▬ Julien Renaud, Associé

▬ Icade :

▬ Nicolas Dutreuil, Responsable Corporate Finance

▬ Julien Beraud, Directeur de l'Asset Management

▬ Ludovic Gros, Directeur du Pôle Investissements

▬ CBRE :

▬ Anne Digard-Benoit, Directeur Général Adjoint

▬ Philippe Picache, Expert immobilier

▬ DTZ Eurexi :

▬ Jean-Philippe Carmarans, Managing Director Valuation France

▬ François Devron, Responsable de mission

▬ UBS :

▬ Vincent Nègre, Managing Director - Head of M&A France and Benelux

▬ Philippe De Caraman, Managing Director - Investment Banking Department

▬ Yohann Bournand, Associate Director - Mergers & Acquisitions

▬ Emmanuel Rio, Associate Director - European Real Estate Investment Banking

4. Calendrier de l'étude

▬ 14 janvier 2010 : Date de nomination par le Conseil d'Administration de CLL

- 22 janvier 2010 : Réunion de kick-off

 - Participants CLL : Thomas Guyot, Emmanuel Gey, Vincent Brunswick
 - Participants CA-CIB : Eric Grena, Sébastien Eymard, Alexandra Loubier, Albéric Fischer (ci-après l'« Equipe CA-CIB »)
- 28 janvier 2010 : Conférence téléphonique avec UBS et Icade

 - Participants Icade : Nicolas Dutreuil
 - Participants UBS : Philippe Decaraman, Yohann Bournand, Emmanuel Rio, Vincent Nègre
 - Equipe CA-CIB
- 02 février 2010 : Réunion « Finance » CLL

 - Participants CLL : Emmanuel Gey, Vincent Brunswick, Ghislain Tezenas
 - Equipe CA-CIB
- 02 février 2010 : Réunion « Développements / Cessions / Asset Management » CLL

 - Participants CLL : Emmanuel Gey, Vincent Brunswick, Ghislain Tézenas, Jérôme Klein, Patrick Martin, Julien Renaud
 - Equipe CA-CIB
- 03 février 2010 : Réunion « Expertises immobilières » CLL

 - Participants CLL : Vincent Brunswick, Julien Renaud
 - Participants DTZ Eurexi : Jean-Philippe Carmarans, François Devron
 - Participants CBRE : Anne Digard-Benoît, Philippe Picache
 - Equipe CA-CIB
- 04 février 2010 : Réunion « Expertises immobilières » Icade

 - Participants Icade : Nicolas Dutreuil, Julien Beraud, Ludovic Gros
 - Participant UBS : Yohann Bournand
 - Equipe CA-CIB
- 11 février 2010 : Réunion « Rapport d'évaluation du Conseil d'Icade »

 - Participants Icade : Nicolas Dutreuil
 - Participants UBS : Vincent Nègre, Philippe De Caraman, Yohann Bournand, Emmanuel Rio
 - Participants CLL : Vincent Brunswick
 - Equipe CA-CIB
- 19 février : Conférence téléphonique « Rapport d'évaluation du Conseil d'Icade »

 - Participants Icade : Nicolas Dutreuil
 - Participants UBS : Vincent Nègre, Philippe De Caraman, Yohann Bournand, Emmanuel Rio

Equipe CA-CIB

02 mars 2010 : Remise d'un pré-rapport

04 mars 2010 : Remise du rapport définitif au Conseil d'Administration de CLL

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COMPAGNIE LA LUCETTE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Compagnie la Lucette s'est réuni le 5 mars 2010 sous la présidence de Monsieur Serge Grzybowski en sa qualité de Président du Conseil d'administration, afin d'examiner notamment le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences pour Compagnie la Lucette, ses actionnaires et ses salariés.

Etait présent à cette réunion l'ensemble des membres du Conseil d'administration de Compagnie la Lucette, à savoir :

M. Serge Grzybowski : Président du Conseil d'Administration

Mme. Nathalie Palladitcheff, représentante permanente d'Icade, administrateur

M. Antoine Fayet : administrateur

M. Francis Berthomier : administrateur

M. Thomas Guyot : administrateur

Un extrait du procès verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous.

"Examen des termes et conditions du projet d'Offre éventuellement suivie d'un retrait obligatoire

*Le président expose que le Conseil est réuni afin d'examiner le projet d'offre publique (le **Projet**) devant être déposé ce jour, auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' **AMF**), soit le 5 mars 2010, par la société Icade (**Icade** ou l'**Initiateur**), en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1-1° du Règlement général de l'AMF.*

Ce Projet est un projet d'offre publique alternative simplifiée visant les titres de la Société aux termes de laquelle l'Initiateur offre alternativement, de manière irrévocable, pendant une période de 15 jours de négociation aux actionnaires de la Société d'apporter à l'Initiateur leurs actions selon les termes suivants :

- remise d'une somme en espèces de 32,50 euros et de 2 actions Icade à émettre pour 21 actions Compagnie la Lucette (l'**Offre Mixte**). L'Initiateur a précisé que, dans l'hypothèse où la date d'émission des actions nouvelles Icade à remettre dans le cadre de l'Offre Mixte serait postérieure au 27 avril 2010, date de détachement du dividende Icade au titre de l'exercice 2009, le montant de 32,50 euros de la partie espèces de l'Offre Mixte sera augmenté de 6,50 euros ce qui correspond au dividende attaché aux 2 actions Icade de la partie titres de l'Offre Mixte et permet ainsi de neutraliser le paiement du dividende. Dans une telle hypothèse, les conditions économiques de l'Offre Mixte seraient de 2 actions Icade et 39 euros en espèces pour 21 actions Compagnie la Lucette ; ou*

- remise d'une somme en espèces de 10,08 euros pour 1 action Compagnie la Lucette (**l'Offre d'Achat**),

cette double proposition constituant l'offre publique alternative simplifiée (**l'Offre**).

Les actionnaires de la Société peuvent apporter leurs actions Compagnie la Lucette soit à l'Offre Mixte, soit à l'Offre d'Achat, soit à l'Offre Mixte et à l'Offre d'Achat selon la proportion de leur choix étant précisé que les ordres d'apport à l'Offre Mixte ne pourront porter que sur des quotités de 21 actions Compagnie la Lucette ou sur tout multiple de cette quotité.

L'Offre porte sur (i) la totalité des actions de Compagnie la Lucette existantes non détenues par l'Initiateur en ce compris les actions auto-détenues par Compagnie la Lucette, (à l'exclusion des 81.300 actions gratuites acquises dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre) ainsi que (ii) sur les actions susceptibles d'être émises jusqu'à la clôture de l'Offre à raison de l'exercice d'options de souscription attribuées par la Société (soit au 4 mars 2010, un nombre maximum de 94.458²⁶ actions Compagnie la Lucette). L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximum de 1.444.437 actions Compagnie la Lucette.

Il est précisé également que l'Initiateur a fait connaître son intention de faire suivre l'Offre d'un retrait obligatoire si les résultats le lui permettent c'est-à-dire dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions Compagnie la Lucette à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital et des droits de vote.

Dans le cadre du retrait obligatoire, Icade proposera aux bénéficiaires d'actions gratuites acquises, en période d'incessibilité ainsi qu'aux titulaires d'options de souscription ou d'achat d'actions Compagnie la Lucette, un mécanisme de liquidité obligeant ces personnes à lui céder leurs actions.

Le président rappelle que l'Offre fait suite à la réalisation des opérations prévues par un protocole d'accord conclu le 23 décembre 2009 (le **Protocole d'Accord**) entre Icade et MSREF Turque S.à.r.l. (**MSREF**) :

- MSREF, actionnaire majoritaire de la Société, a cédé au profit d'Icade le 24 décembre 2009, dans le cadre d'une transaction hors marché, 9.116.105 actions Compagnie la Lucette représentant 35 % du capital de Compagnie la Lucette sur une base non diluée, moyennant le paiement d'un prix total de 87.617.857 euros (la **Cession**) ;
- MSREF a apporté à Icade le 16 février 2010, dans le cadre d'un apport en nature soumis aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, 15.498.630 actions Compagnie la Lucette représentant 59,50 % du capital de Compagnie la Lucette sur une base non diluée (**l'Apport**). L'Apport a été approuvé par décision de l'assemblée générale mixte des actionnaires d'Icade le 16 février 2010. En rémunération de l'Apport, 1.759.289 actions nouvelles Icade ont été attribuées à MSREF. L'Apport a fait l'objet d'un rapport de Messieurs Gillet et Ledouble, commissaires aux apports désignés par ordonnance du Président du Tribunal de commerce de Paris le 3 décembre 2009. Ce rapport a été déposé au greffe du Tribunal de commerce de Paris et mis à la disposition des actionnaires dans les délais légaux ;
- MSREF a réinvesti une partie du produit de la Cession à hauteur de 49.529.494,57 euros, en souscrivant à 584.971 actions Icade dans le cadre d'une augmentation de capital réservée approuvée par l'assemblée générale mixte des actionnaires d'Icade en date du 16 février 2010.

²⁶

Compte tenu du prix de souscription de 29,02 euros des options de souscription, Compagnie la Lucette n'anticipe aucun exercice desdites options par leurs titulaires.

Le Protocole d'Accord prévoyait un mécanisme d'ajustement de prix en espèces d'un montant de 20.638.632 euros au bénéfice de MSREF en fonction de l'issue d'opérations en cours. Le fait générateur du complément de prix n'étant pas intervenu à la date de réalisation de l'Apport, aucun complément de prix n'a été ni ne sera versé à Icade par MSREF.

Le président rappelle au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19-4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre qui pourrait être suivie, si les conditions légales et réglementaires sont remplies, de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

A ce titre, le président présente au Conseil le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui sera soumis à l'AMF, et en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par UBS, établissement présentateur de l'Offre.

Le président communique également au Conseil le projet de note en réponse de la Société.

Le président rappelle que, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°) et II, et suivants du Règlement général de l'AMF, Calyon, représentée par Messieurs Pierre Marlier et Philippe de Vaissière, a été désigné en qualité d'expert indépendant (l'Expert Indépendant) par le Conseil lors de sa séance du 14 janvier 2010.

Le président rappelle également que la mission de l'Expert Indépendant porte sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

Le Conseil examine les méthodes d'évaluation utilisées par Icade et son conseil financier, la banque UBS.

Le Conseil prend note de l'intention de l'Initiateur, dans l'hypothèse où les conditions applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Le Conseil prend acte également des autres intentions de l'Initiateur exprimées dans son projet de note d'information.

En particulier, le Conseil note l'intention d'Icade d'intégrer la Société au sein d'Icade et de gérer les actifs de la Société de manière cohérente avec la gestion des autres actifs d'Icade. La stratégie immobilière mise en œuvre vise à optimiser la valeur du patrimoine combiné grâce à une politique locative dynamique, à l'arbitrage des actifs matures présentant un potentiel limité de création de valeur et au développement de nouveaux actifs ou la restructuration d'actifs existants dans des zones présentant un fort potentiel. Intégrée dans un nouveau groupe qui assurera la poursuite de ses activités de foncière, Compagnie la Lucette tirera du rapprochement avec Icade les avantages liés à l'appartenance à un ensemble cohérent de plus grande envergure et disposant d'une surface financière renforcée.

Le président appelle maintenant l'attention du Conseil sur le rapport rédigé par Calyon, mandaté en qualité d'Expert Indépendant qui a été remis aux administrateurs préalablement à la réunion du Conseil, ce dont les administrateurs lui donnent acte.

Les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

(i) le prix de 10,08 euros par action Compagnie la Lucette que l'Initiateur envisage de proposer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de Compagnie la Lucette,

tant dans le cadre de l'Offre d'Achat que de l'indemnisation des actionnaires dans l'éventualité d'un retrait obligatoire; et

(ii) la remise pour 21 actions Compagnie la Lucette de 2 actions Icade à émettre et d'une somme en espèces de 32,50 euros, que l'Initiateur envisage de proposer dans le cadre de l'Offre Mixte, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Compagnie la Lucette.

Le Conseil prend acte de l'opinion de l'Expert Indépendant quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre suivie éventuellement d'un retrait obligatoire.

Après cet échange de vues sur l'Offre, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note en réponse, le Conseil, à l'unanimité des membres présents et représentés, considère que le projet d'Offre de l'Initiateur éventuellement suivie d'un retrait obligatoire est dans l'intérêt des actionnaires de la Société, notamment en ce qu'il représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières jugées équitables par l'Expert Indépendant.

Dans ces conditions, il recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il estime également que la mise en œuvre de l'Offre est dans l'intérêt de la Société et des salariés.

Le Conseil approuve également le projet de note en réponse à l'Offre, tel qu'il vient de lui être présenté.

Il fait part en outre de sa décision d'apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société à la suite de la résiliation du contrat de liquidité conclu avec Exane BNP Paribas.

Enfin, le Conseil, à l'unanimité des membres présents et représentés, donne tous pouvoirs au directeur général, avec faculté de subdéléguer à toute personne de son choix, à l'effet :

- de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Compagnie la Lucette » ;*
- de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de Compagnie la Lucette, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre.»*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la réunion du Conseil d'administration en date du 5 mars 2010, les administrateurs de Compagnie la Lucette n'ont pas émis d'intention quant à l'apport à l'Offre des actions CLL qu'ils détiennent, dans la mesure où les actions qu'ils détiennent sont (i) des actions CLL dont la détention est exigée statutairement pour pouvoir exercer les fonctions d'administrateur ou (ii) des Actions Gratuites Acquises (tel que ce terme est défini à la section 5.1 (a) du présent projet de note en réponse) toujours en période d'incessibilité légale²⁷.

²⁷ Sous réserve, en fonction du calendrier de l'Offre, des actions gratuites acquises dont la période d'incessibilité expire le 27 avril 2010.

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

Il n'existe à ce jour aucun accord porté à la connaissance de Compagnie la Lucette ou de ses dirigeants susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, à l'exception de ce qui suit :

5.1 Engagements de liquidité

(a) Actions gratuites

Sur autorisation de l'assemblée générale mixte des actionnaires Compagnie la Lucette en date du 3 avril 2006, le conseil d'administration de Compagnie la Lucette a décidé, les 23 avril 2006, 18 janvier 2007, 6 juin 2007, 7 décembre 2007, 19 janvier 2009, 1er juillet 2009 et 29 septembre 2009, d'attribuer des actions gratuites de Compagnie la Lucette (les **Actions Gratuites**) à certains cadres dirigeants et salariés du groupe Compagnie la Lucette (les **Attributaires**) conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-5 du Code de commerce.

La période d'acquisition des Actions Gratuites a été fixée à 2 ans à compter de leur date d'attribution conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce. A la date du présent projet de note en réponse, 81.300²⁸ Actions Gratuites ont été attribuées définitivement aux Attributaires (les **Actions Gratuites Acquisées**). La période de conservation des Actions Gratuites a, quant à elle, été fixée à 2 ans à compter de leur attribution définitive conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce. Cette inaccessibilité légale des Actions Gratuites Acquisées a été indiquée au dépositaire afin que ce dernier ne puisse effectuer le transfert des actions gratuites concernées avant le terme de la période de conservation des Actions Gratuites concernées.

Par ailleurs, 207.581²⁹ Actions Gratuites (les **Actions Gratuites à Acquérir**) attribuées les 19 janvier, 1er juillet et 29 septembre 2009 font encore l'objet d'une période d'acquisition et seront définitivement attribuées les 19 janvier, 1er juillet et 29 septembre 2011.

Le tableau ci-dessous résume les caractéristiques principales de ces attributions, étant précisé que, à la suite d'opérations sur le capital social de Compagnie la Lucette, le nombre d'actions attribuées gratuitement a été ajusté :

Date d'attribution	Nombre d'actions gratuites attribuées	Fin de période d'acquisition	Fin de période de conservation	Ajustement	Annulations	Nombre total d'actions gratuites attribuées définitivement	Nombre total d'actions gratuites restant à attribuer définitivement
27/04/2006	18.850	27/04/2008	27/04/2010	4.087	0	22.937	
18/01/2007	2.826	18/01/2009	18/01/2011	303	0	3.129	
06/06/2007	2.000	06/06/2009	06/06/2011	876	0	2.876	
07/12/2007	34.465	07/12/2009	07/12/2011	20.594	2.701	52.358	

²⁸ Nombre après ajustement.

²⁹ Nombre après ajustement.

Date d'attribution	Nombre d'actions gratuites attribuées	Fin de période d'acquisition	Fin de période de conservation	Ajustement	Annulations	Nombre total d'actions gratuites attribuées définitivement	Nombre total d'actions gratuites restant à attribuer définitivement
19/01/2009	76.876	19/01/2011	19/01/2013	40.389	4.254		113.011
01/07/2009	37.500	01/07/2011	01/07/2013	4.719	0		42.219
29/09/2009	46.500	29/09/2011	29/09/2013	5.851			52.351
TOTAL	219.017			76.819	6.955	81.300	207.581

(b) Options de souscription ou d'achat d'actions Compagnie la Lucette

En vertu d'une autorisation qui lui a été conférée par l'assemblée générale mixte le 3 avril 2006, le Conseil d'administration, en date du 21 août 2006, a mis en place un plan d'options de souscription ou d'achat d'actions ordinaires et a procédé, à ce titre, à l'attribution de 55.660 options (donnant droit à la souscription ou à l'achat d'un nombre identique d'action) au profit de membres du personnel salarié des sociétés liées non mandataires sociaux (les **Options**). Le prix de souscription a été fixé à la somme de 29,02 euros.

La durée du plan d'Options est de six ans, avec une faculté pour les bénéficiaires d'exercer par fraction les Options ainsi attribuées, sous réserve de la période d'indisponibilité fiscale et sociale. Les Options peuvent, toutefois, être exercées par anticipation en cas de changement de contrôle, à la date du premier anniversaire de ce changement de contrôle.

Le tableau ci-dessous résume les caractéristiques essentielles des Options octroyées. Il est précisé qu'en cas d'exercice, chaque Option donnait droit en 2006 à une action de Compagnie la Lucette. Cette parité a été ajustée conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables.

Date d'attribution	21/08/2006
Nombre d'options attribuées	55.660
Nombre résiduel d'options	94.458
Nombre d'actions auxquelles donnent droit les options après ajustements	94.458
Point de départ du délai d'exercice	21/08/2008
Fin de la période d'indisponibilité fiscale et sociale	21/08/2010
Date d'expiration	21/08/2012
Prix de souscription (€)	29,02 €

Dès lors, il existe à la date du dépôt de l'Offre 94.458 Options exerçables.

(c) Liquidité offerte aux titulaires d'Options et aux Attributaires d'Actions Gratuites

Icade s'engagera, si les actions Compagnie la Lucette ne sont plus admises aux négociations ou si le marché sur lequel elles sont admises n'est pas suffisamment liquide, à acquérir les Actions Gratuites à Acquérir, les Actions Gratuites Acquises (faisant toujours l'objet d'une période de conservation au moment du retrait obligatoire) ou les actions Compagnie la Lucette résultant de l'exercice des Options qui, compte tenu des périodes d'acquisition, de conservation ou d'indisponibilité fiscale et sociale selon le cas, ne sont pas visées par l'Offre ou n'ont pas pu être apportées à l'Offre.

Cet engagement prendra la forme (i) d'une promesse de vente consentie par l'Attributaire ou le titulaire concerné au profit d'Icade et (ii) d'une promesse d'achat consentie par Icade au profit de l'Attributaire ou du titulaire concerné. L'acquisition de ces actions Compagnie la Lucette dans le cadre de la promesse de vente ou de la promesse d'achat selon le cas, se fera moyennant le paiement en espèces par action d'un prix qui sera déterminé sur la base du dernier actif net réévalué par action de Compagnie la Lucette disponible au moment où les bénéficiaires pourront céder lesdites actions Compagnie la Lucette.

La promesse d'achat pourra être exercée (i) pour chaque tranche d'Actions Gratuites à compter du cinquième jour ouvré suivant la fin de la période de conservation de la tranche d'Actions Gratuites concernée et (ii) pour les actions CLL qui résulteraient de l'exercice des Options à compter du cinquième jour ouvré suivant la fin de la période d'indisponibilité fiscale et sociale desdites actions CLL (la **Date de Disponibilité**).

La promesse d'achat sera exerçable pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la Date de Disponibilité (la **Période d'Exercice de la Promesse d'Achat**).

La promesse de vente pourra être exercée (i) pour chaque tranche d'Actions Gratuites uniquement si la promesse d'achat pour la tranche d'Actions Gratuites concernée n'a pas été exercée à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat et (ii) pour les actions CLL qui résulteraient de l'exercice des Options uniquement si la promesse d'achat pour les actions CLL concernées n'a pas été exercée à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

La promesse de vente pourra être exercée pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

Les mécanismes de liquidité décrits ci-dessus deviendront caducs de plein droit en cas de fusion entre Compagnie la Lucette et Icade.

5.2 Engagement de conservation des actions Icade détenues par MSREF

Aux termes du Protocole d'Accord, MSREF s'est engagé à détenir directement, ou indirectement par le biais d'une société liée à MSREF, (i) la totalité des 2.344.260 actions Icade qu'elle détient jusqu'à l'expiration d'une durée de 6 mois à compter du 16 février 2010 et (ii) 50% des actions Icade qu'elle détient jusqu'à l'expiration d'une durée de 12 mois à compter du 16 février 2010.

Toutefois, MSREF aura la possibilité de transférer tout ou partie des actions Icade dans le cadre de toute offre publique volontaire ou obligatoire portant sur Icade ainsi qu'en cas de démission du représentant MSREF au conseil d'administration d'Icade proposé par MSREF résultant d'une divergence stratégique concernant une opération d'investissement ou de désinvestissement d'Icade pour des valeurs d'actifs dont le montant serait supérieur à 500 millions d'euros.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE

6.1 Structure du capital social de Compagnie la Lucette

A la suite de l'acquisition du bloc majoritaire décrit à la section 1.1 du présent projet de note en réponse, la répartition du capital social de Compagnie la Lucette se présente, au 28 février 2010, comme suit :

	Nombre d'actions détenues	% du capital détenu	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques (*)
MSREF	20	NS	20(**)	NS
Icade	24.614.735	94,50%	24.614.735	94,50% ³⁰
Flottant	1.409.769	5,41%	1.409.769	5,41%
Auto-détention	21.490	0,09	21.490(***)	0,09
Total	26.046.014	100%	26.046.014	100%

(*) Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

(**) Actions provenant de la restitution par Monsieur Stéphane Theuriau de ses actions CLL détenues en qualité d'administrateur.

(***) Actions portées au compte ouvert chez Exane BNP Paribas conformément au contrat de liquidité en date du 18 janvier 2008.

Compagnie la Lucette n'a pas émis de valeurs mobilières ou de titres donnant accès, immédiatement ou à terme, à son capital social, à l'exception des options de souscription ou d'achat d'actions et des actions gratuites (voir ci-dessus section 5.1).

(i) Actions Compagnie la Lucette détenues par des administrateurs

Conformément à l'article 16 des statuts de Compagnie la Lucette, chaque administrateur détient vingt actions de Compagnie la Lucette.

(ii) Actions Compagnie la Lucette détenues par Compagnie la Lucette elle-même

Depuis le 29 janvier 2008, Compagnie la Lucette a conclu, pour une durée indéterminée, avec Exane BNP Paribas un contrat de liquidité, conforme à la Charte de déontologie de l'AMAFI approuvée par l'AMF par décision du 11 septembre 2006.

Au 28 février 2010, 21.490 actions sont auto-détenues par Compagnie la Lucette dans le cadre dudit contrat de liquidité. Il est précisé que Compagnie la Lucette ne peut valablement voter avec des actions par elle souscrites, acquises ou prises en gage, et qu'il n'est pas tenu compte de ces actions pour le calcul du quorum.

Compagnie la Lucette a l'intention de résilier avant l'ouverture de l'Offre le contrat de liquidité conclu le 28 janvier 2008 avec Exane BNP Paribas.

(iii) Actions Gratuites Acquisées détenues par des salariés

A la connaissance de CLL, au 31 décembre 2009, 15.624 actions sont détenues par les salariés de la société Lucette Management, filiale de CLL regroupant l'ensemble des salariés du groupe CLL. Conformément à la délégation conférée par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 3 avril 2006 et aux stipulations du règlement du plan d'attribution gratuite d'actions, ces actions, attribuées définitivement, ont été inscrites au nominatif pur.

(iv) **Actions Gratuites Acquises détenues par les dirigeants mandataires sociaux**

A la connaissance de CLL, au 31 décembre 2009, 48.988 actions sont détenues par Messieurs Stéphane Theuriau et Thomas Guyot. Conformément à la délégation conférée par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 3 avril 2006 et aux stipulations du règlement du plan d'attribution gratuite d'actions, ces actions, attribuées définitivement, ont été inscrites au nominatif pur.

6.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de CLL

A l'exception des cas visés à la section 5.1 du présent projet de note en réponse, il n'existe pas de restrictions statutaires ou de clauses conventionnelles relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de CLL, sous réserve des dispositions prévues par l'article 10 des statuts en ce qui concerne les sanctions applicables en cas de non respect des stipulations relatives aux déclarations de franchissement des seuils statutaires.

6.3 Participations directes et indirectes dans le capital de Compagnie la Lucette dont celle-ci a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de Compagnie la Lucette il n'existe pas d'autre actionnaire qu'Icade détenant plus de 2% du capital social ou des droits de vote de Compagnie la Lucette.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de titre comportant des droits de contrôle spéciaux. Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel au capital qu'elles représentent.

Chaque action de capital ou de jouissance donne droit à une voix.

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

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle spécifique prévu dans le cadre de l'actionnariat du personnel.

6.6 Accords entre actionnaires dont CLL a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Compagnie la Lucette il n'existe pas d'accord entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote autres que celles visées à la section 6.2 ci-dessus.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Compagnie la Lucette

(a) **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration**

Le Conseil d'administration de Compagnie la Lucette est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion, nommés dans les conditions prévues par la loi et les statuts.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

Sauf l'effet de la limite d'âge de 70 ans, la durée des fonctions des administrateurs est de six années. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles sous réserve des dispositions légale et de la limite d'âge de 70 ans.

Chaque administrateur doit être propriétaire, pendant toute la durée de ses fonctions, d'au moins 20 actions Compagnie la Lucette.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales, le Conseil d'administration peut procéder à une ou à des nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

(b) Règles applicables à la modification des statuts de Compagnie la Lucette

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

(a) Pouvoirs du Conseil d'administration - généralités

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de Compagnie la Lucette et veille à leur mise en œuvre.

Conformément à la loi, il arrête notamment les comptes prévisionnels et annuels, les projets de résolutions, le rapport de gestion et la convocation des assemblées générales. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Il détermine ou initie notamment les procédures à mettre en œuvre, dont celles relatives au contrôle de gestion et au contrôle interne, et s'assure de la qualité de l'information financière fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés financiers.

Conformément aux stipulations du règlement intérieur, le Conseil d'administration examine et approuve :

- les projets portant sur des investissements et/ou des désinvestissements,
- le business plan présenté chaque année relatif à chacun des actifs immobiliers du groupe et aux coûts internes de fonctionnement, et

- les projets de financements.

Enfin, le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

(b) Pouvoirs du Conseil d'administration relatifs à l'émission, la réduction ou le rachat d'actions

(i) Emission d'actions

Le tableau ci-dessous récapitule les délégations consenties au Conseil d'administration de Compagnie la Lucette aux termes des délibérations des assemblées générales mixtes des 26 mai 2009, 6 mai 2008 et 3 avril 2006.

Assemblée générale mixte du 26 mai 2009

Nature de la délégation de compétence	Montant nominal maximal en euros ou en %	Plafond global en euros	Durée de l'autorisation	Date d'expiration	Mise en œuvre de la délégation
Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions de CLL – Rachat d'actions	103 millions		18 mois	26/11/2010	Le conseil d'administration a mis en œuvre cette délégation le 27 mai 2009. Le 3 juin 2009 CLL a procédé au rachat d'un bloc de 3.300 actions.

Assemblée générale mixte du 6 mai 2008

Nature de la délégation de compétence	Montant nominal maximal en euros ou en %	Plafond global en euros	Durée de l'autorisation	Date d'expiration	Mise en œuvre de la délégation
Augmentation de capital par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances	500 millions	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Augmentation de capital par émission, sans droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances	200 millions	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Augmentation de capital par émission, sans droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières en rémunération d'apports en nature (titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital)	10% du capital	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Fixation du prix d'émission des actions dans le cadre d'une augmentation de capital par émission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription	10% du capital		26 mois	06/07/2010	Non utilisée.

Nature de la délégation de compétence	Montant nominal maximal en euros ou en %	Plafond global en euros	Durée de l'autorisation	Date d'expiration	Mise en œuvre de la délégation
Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	200 millions	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	15% de l'émission initiale	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Octroi d'options de souscription ou d'achat d'actions aux salariés du groupe et/ou aux mandataires sociaux de CLL et des sociétés du groupe qui lui sont liées	10%	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Non utilisée.
Attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux du groupe	10%	1,5 milliard	26 mois	06/07/2010	Le Conseil d'administration a mis en œuvre cette délégation: - le 19 janvier 2009 : attribution de 45.626 actions gratuites au profit de salariés du groupe et 31.250 actions de performance au profit du dirigeant mandataire social, - le 9 juin 2009 : attribution de 37.500 actions de performance au profit du dirigeant, - le 29 septembre 2009 : attribution de 46.500 actions gratuites au profit de salariés du groupe.
Réduction de capital social par annulation d'actions auto-détenues	10%		26 mois	06/07/2010	Le conseil d'administration a mis en œuvre cette délégation le 25 juillet 2008 et a procédé à l'annulation de 280.000 actions auto-détenues.

Assemblée générale mixte du 3 avril 2006

Nature de la délégation de compétence	Montant nominal maximal en euros ou en %	Plafond global en euros	Durée de l'autorisation	Date d'expiration	Mise en œuvre de la délégation
Attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre au profit du personnel salarié et des dirigeants sociaux, ou de certains d'entre eux.	10%	1,5 milliard	38 mois	03/06/2009	Attribution définitive de 81.300 actions au profit de salariés du groupe et du dirigeant.

(ii) Réduction de capital

L'assemblée générale mixte du 24 novembre 2009 a conféré au Conseil d'administration une délégation à l'effet de décider une réduction de capital motivée par des pertes à concurrence d'un montant maximal de 234 millions d'euros, permettant au Conseil d'administration de décider d'apurer les pertes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2009.

L'autorisation a été consentie pour une durée de six mois à compter de la date du Conseil d'administration qui arrêtera les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2009.

(iii) Rachat d'actions

L'assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales ordinaires, a autorisé, en date du 26 mai 2009, le Conseil d'administration avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi, conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du Code de Commerce, à acheter ou faire acheter des actions de Compagnie la Lucette en vue :

- de l'animation du marché secondaire ou de la liquidité de l'action Compagnie la Lucette par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie reconnue par l'AMF ; ou
- de l'attribution gratuite d'actions dans le cadre des dispositions des articles L.225-197-1 et suivants du Code de commerce ; ou
- de la mise en œuvre de tout plan d'options d'achat d'actions de Compagnie la Lucette dans le cadre des dispositions des articles L.225-177 et suivants du Code de commerce ; ou
- de l'attribution ou de la cession d'actions aux salariés au titre de leur participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise et de la mise en œuvre de tout plan d'épargne d'entreprise dans les conditions prévues par la loi, notamment par les articles L.3332-1 et suivants du Code du travail ; ou
- de la remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou de toute autre manière ; ou
- de l'annulation de tout ou partie des titres ainsi rachetés ; ou
- de la remise d'actions (à titre d'échange, de paiement ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport.

Les achats d'actions de Compagnie la Lucette peuvent porter sur un nombre d'actions tel que :

- le nombre d'actions que Compagnie la Lucette achète pendant la durée du programme de rachat n'excède pas 10% des actions composant le capital de Compagnie la Lucette, à quelque moment que ce soit, ce pourcentage s'appliquant à un capital ajusté en fonction des opérations l'affectant postérieurement à la présente assemblée générale, soit, à titre indicatif, au 31 décembre 2008, 25.990.527 actions, étant précisé que le nombre d'actions acquises en vue de leur conservation et de leur remise ultérieure dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport ne peut excéder 5% de son capital social ; et
- le nombre d'actions que Compagnie la Lucette détiendra à quelque moment que ce soit ne dépasse pas 10% des actions composant le capital de Compagnie la Lucette à la date considérée.

L'acquisition, la cession ou le transfert des actions pourront être réalisés à tout moment dans les limites autorisées par les dispositions légales et réglementaires en vigueur (y compris en

période d'offre publique) et par tous moyens, sur le marché ou de gré à gré, y compris par acquisition ou cession de blocs (sans limiter la part du programme de rachat pouvant être réalisée par ce moyen), par offre publique d'achat, de vente ou d'échange, ou par utilisation d'options ou autres instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou de gré à gré ou par remise d'actions consécutive à l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital de Compagnie la Lucette par conversion, échange, remboursement, exercice d'un bon ou de toute autre manière, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement.

Le prix maximum d'achat des actions dans le cadre de cette résolution est de 40 euros par action (ou la contre-valeur de ce montant à la même date dans toute autre monnaie), ce prix maximum n'étant applicable qu'aux acquisitions décidées à compter de la date de la présente assemblée et non aux opérations à terme le cas échéant conclues en vertu d'une autorisation donnée par une précédente assemblée générale et prévoyant des acquisitions d'actions postérieures à la date de la présente assemblée.

L'assemblée générale a délégué au Conseil d'administration, en cas de modification du nominal de l'action, d'augmentation de capital par incorporation de réserves ou de primes, d'attribution gratuite d'actions, de division ou de regroupement de titres, de distribution de réserves, de primes ou de tous autres actifs, d'amortissement du capital, ou de toute autre opération portant sur les capitaux propres, le pouvoir d'ajuster le prix d'achat susvisé afin de tenir compte de l'incidence de ces opérations sur la valeur de l'action.

Le montant global affecté au programme de rachat d'actions ne peut être supérieur à 103 millions d'euros.

Cette autorisation prive d'effet, le cas échéant, à hauteur de la partie non encore utilisée, toute délégation antérieure donnée au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de Compagnie la Lucette. Elle a été donnée pour une période de dix-huit mois à compter du 26 mai 2009.

L'assemblée générale a conféré tous pouvoirs au Conseil d'administration, avec faculté de subdélégation dans les conditions légales, pour mettre en œuvre le programme de rachat d'actions.

Le Conseil d'administration doit informer les actionnaires réunis en assemblée ordinaire annuelle de toutes les opérations réalisées en application du programme de rachat d'actions.

Le 27 mai 2009, le Conseil d'administration de CLL a décidé d'utiliser les possibilités d'intervention sur actions propres en vue notamment :

- d'assurer, par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement et au travers d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie de l'AFEI reconnue par l'Autorité des marchés financiers, l'animation du marché, la liquidité des transactions et la régularité des cotations des actions de CLL;
- de procéder à des attributions gratuites d'actions dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ou à la mise en œuvre de tout plan d'options d'achat d'actions dans le cadre des dispositions de l'article L.225-177 et suivants du Code de commerce ;
- de l'annulation de tout ou partie des titres ainsi rachetés, en vertu d'une autorisation conférée par l'assemblée générale extraordinaire ;

- de la remise d'actions (à titre d'échange, de paiement ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport.

Le tableau ci-dessous détaille les opérations réalisées au titre du programme de rachat.

28/02/2010	
Pourcentage de capital auto-détenu de manière directe	0,08%
Nombre de titres annulés au cours des 24 derniers mois	280.000
Nombre de titres détenus directement en portefeuille ⁽¹⁾	21.490
Valeur comptable du portefeuille (détention directe)	222.845
Valeur du marché du portefeuille	210.602
(1) en fin de période	

6.9 Accords conclus par Compagnie la Lucette qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de CLL, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, portait gravement atteinte à ses intérêts

S'agissant des contrats de financement de CLL, Icade a d'ores et déjà pris les mesures nécessaires afin de permettre à Compagnie la Lucette de respecter ses obligations au titre des contrats de financement dans le contexte d'une intégration au sein d'Icade.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Lors de sa séance du 9 juin 2009, le conseil d'administration de CLL a décidé d'allouer à Monsieur Thomas Guyot, en cas de révocation de ses fonctions de directeur général pour tout autre motif qu'une faute grave ou lourde, une indemnité de départ d'un montant brut de 400.000 euros (correspondant à un montant inférieur à deux ans de rémunération fixe et variable).

Le versement de cette indemnité de départ sera subordonné au respect des critères de performance suivants :

- à concurrence de 50% de l'indemnité : l'excédent brut d'exploitation (avant charges d'intérêts et d'amortissements) est supérieur à 10% des revenus nets locatifs, et
- à concurrence de 50% de l'indemnité : au moins 50% des critères de performance retenus au titre de la rémunération variable sont atteints (moyenne de l'exercice en cours (le cas échéant, au prorata de cet exercice, en fonction de la date de révocation) et des exercices clos, dans la limite des trois derniers exercices).

La dérogation à la recommandation AFEP-Medef se justifie au cas particulier par la démission de Monsieur Thomas Guyot de son contrat de travail et au vu du montant de l'indemnité qui lui est accordée.

7. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR COMPAGNIE LA LUCETTE OU QUE COMPAGNIE LA LUCETTE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE

Les informations relatives au nombre d'actions détenues directement ou indirectement par Compagnie la Lucette ou qu'elle peut détenir à sa seule initiative figurent aux sections 6.1 et 6.8(b) (iii) du présent projet de note en réponse.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT COMPAGNIE LA LUCETTE

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Compagnie la Lucette, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Un avis sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Thomas Guyot
Directeur Général