

## **PROJET DE NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE**



**En réponse à la note d'information établie par la société**



**à l'occasion de l'offre publique de retrait visant les actions de la société TESFRAN**

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



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 11-175 en date du 24 mai 2011 sur la présente note en réponse.

Cette note en réponse a été établie par TESFRAN et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621 8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'Autorité des marchés financiers a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la société TESFRAN ([www.tesfran.fr](http://www.tesfran.fr)).

Des exemplaires de la présente note en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de : TESFRAN, 12 rue Notre Dame des Victoires, 75002 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de TESFRAN seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

## **TABLE DES MATIÈRES**

|     |                                                                                                                                                                   |    |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.  | RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....                                                                                                                             | 3  |
| 2.  | RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE.....                                                                                                                             | 3  |
| 3.  | AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESFRAN .....                                                                                                          | 24 |
| 4.  | ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE<br>28                                                                         |    |
| 5.  | ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT .....                                                                                 | 28 |
| 5.1 | Structure et répartition du capital de TESFRAN .....                                                                                                              | 28 |
| 5.2 | Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts<br>d'actions portées à la connaissance de TESFRAN .....            | 28 |
| 5.3 | Participation directe ou indirecte au sein du capital de TESFRAN dont la Société a<br>connaissance .....                                                          | 29 |
| 5.4 | Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et<br>description de ceux-ci .....                                                 | 29 |
| 5.5 | Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel...                                                                             | 29 |
| 5.6 | Accords entre actionnaires dont TESFRAN a connaissance et qui peuvent entraîner des<br>restrictions au transfert d'actions et à l'exercice de droits de vote..... | 29 |
| 6.  | INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION .....                                                                                                          | 30 |
| 7.  | AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT TESFRAN .....                                                                                                                      | 30 |
| 8.  | PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE .....                                                                                              | 30 |

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF, TESTA INMUEBLES EN RENTA, une société anonyme de droit espagnol au capital de 692.854.728 euros, dont le siège social est situé Paseo de la Castellana, 83-85, 28046 Madrid, Espagne, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Madrid sous le numéro A08356727 (**TESTA** ou l'**Initiateur**) propose de manière irrévocable aux actionnaires de TESFRAN, société anonyme de droit français au capital de 667.000.000 euros, dont le siège social est situé 12 rue Notre-Dame des Victoires, 75002 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 392 435 533, (**TESFRAN** ou la **Société**) d'acquérir la totalité de leurs actions TESFRAN au prix unitaire de vingt euros et trente trois centimes (20,33 €) dans les conditions décrites ci-après.

Cette proposition a fait l'objet d'un dépôt de projet d'Offre le 29 avril 2011.

TESFRAN étant contrôlée par l'Initiateur, le Président du Conseil d'Administration de TESFRAN a mandaté, avant le lancement de celle-ci, le Cabinet Détroyat & Associés en qualité d'expert indépendant, afin de rendre un avis sur le caractère équitable du prix offert. Le cabinet Détroyat & Associés a rendu son rapport le 29 avril 2011.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre soit, à la connaissance de l'Initiateur et en incluant les 16.015 actions auto-détenues, 298.157 actions TESFRAN.

INVEST SECURITIES, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le projet d'Offre a été déposé par INVEST SECURITIES agissant pour le compte de l'Initiateur le 29 avril 2011 et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 29 avril 2011 sous le n° 211C0546.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

## 2. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Le Cabinet Détroyat & Associés a été désigné en qualité d'expert indépendant aux termes d'une lettre de mission en date du 28 mars 2011, en application de l'article 261-1-I-1° du Règlement général de l'AMF. Le rapport de l'expert indépendant est intégralement reproduit ci-après. Ce rapport apprécie le caractère équitable du prix de vingt euros et trente trois centimes (20,33 €) euros par action.

**RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE**

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SANS RETRAIT  
OBLIGATOIRE INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ  
TESTA IMMOBILIÈRES EN RENTA SUR LES TITRES  
DONNANT ACCÈS AU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ  
TESFRAN**

Mai 2011

---

# OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SANS RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ TESFRAN

## RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

**Détroyat Associés S.A.**

*(Article 261-1-I.1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)*

Testa Inmuebles en Renta, S.A., société de droit espagnol au capital de 692 854 728 euros (ci-après « **Testa** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 29 avril 2011 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique de retrait (ci-après l'« **Offre** ») visant les actions de la société Tesfran, société anonyme au capital de 667 000 000 euros, dont le siège social est situé au 12, rue Notre Dame des Victoires, 75002 Paris (ci-après « **Tesfran** » ou la « **Société** »). Ce projet ne prévoit pas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire immédiatement à l'issue de l'Offre : les actions Tesfran non apportées à l'Offre resteront admises aux négociations sur le marché réglementé.

Tesfran a une activité foncière limitée à la détention et la gestion de la tour Adria, située à Paris-La Défense, achetée en mars 2006 à DB Real Estate Investment et aujourd'hui intégralement louée et occupée par le groupe Technip. La Société est cotée sur NYSE Euronext Paris (Compartiment B) depuis juillet 2006.

Testa, filiale du groupe de BTP espagnol Sacyr Vallehermoso, détient 99,11% du capital de la Société.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir au prix unitaire de 20,33 euros par action la totalité des actions Tesfran non détenues par lui, soit 298 157 actions représentant 0,89% du capital de la Société.

L'intervention de Détroyat Associés en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre a fait l'objet d'une lettre de mission signée par le Directeur Général de Tesfran le 28 mars 2011.

Détroyat Associés intervient en application de l'article 261-1-I, alinéa 1, du règlement général de l'AMF qui rend obligatoire la désignation d'un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières d'une offre publique, dans les situations susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts au sein des conseils d'administration des sociétés visées par l'offre<sup>(1)</sup>. La composition du conseil d'administration de la Société, dont plus de la moitié des membres sont également administrateurs de Testa, et l'occupation du poste de Directeur général de Tesfran par M. Javier Zarrabeitia Unzueta, par ailleurs Directeur général de Testa, caractérisent une telle situation.

---

<sup>(1)</sup> Titre VI du livre II du règlement général entré en vigueur le 29 septembre 2006

Notre rapport d'expertise (ci-après le « **Rapport** ») et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Tesfran quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

## **I. Contexte et motifs de l'Offre**

Le projet d'Offre, dont l'examen des conditions financières fait l'objet du présent Rapport, est déposé en application des dispositions du règlement général de l'AMF et plus particulièrement de l'article 236-3. Il est motivé par l'offre d'une liquidité aux actionnaires minoritaires.

## **II. Présentation de Détroyat Associés**

Créée en 1968, Détroyat Associés est une société indépendante, spécialisée dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Elle conduit des missions de conseil et d'expertise indépendante en finance d'entreprise dans de nombreux secteurs d'activités, pour le compte de sociétés cotées ou non cotées. Elle est établie sous forme de société anonyme dont le siège social est situé 5, avenue Matignon à Paris 8°. Son capital est intégralement détenu par ses associés.

Détroyat Associés dispose de bases de données de marché propriétaires, régulièrement mises à jour et commercialisées par abonnement. Ses bases de données recouvrent notamment la détermination de primes de risque Actions sur plusieurs indices boursiers européens.

Depuis 1994, les autorités de marché françaises ont formalisé les procédures de retrait de la cote des sociétés en rendant obligatoire l'intervention d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable des conditions d'indemnisation des actionnaires. Avec plus d'une centaine d'expertises réalisées depuis cette date, Détroyat Associés s'est imposé comme l'un des premiers intervenants de ce marché qui a été élargi par les évolutions successives de la réglementation boursière sur l'expertise indépendante et le recours croissant des entreprises aux missions de cette nature.

La liste des missions d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques conduites depuis vingt-quatre mois par Détroyat Associés figure en annexe du présent Rapport.

## **III. Attestation d'indépendance**

Détroyat Associés n'a pas de conflit d'intérêt et est indépendant de l'ensemble des sociétés concernées par l'Offre et de leurs conseils au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Détroyat Associés et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;

- ne se sont vus confier aucune mission par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années.

#### **IV. Diligences effectuées par Détroyat Associés**

La mission d'expertise indépendante confiée à Détroyat Associés a été conduite sous la responsabilité de Philippe Leroy, Associé, assisté de deux analystes financiers. Une revue indépendante des travaux a été réalisée par Emmanuel Dayan, Associé.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 28 mars 2011 ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Nous avons pour cela échangé des informations avec Tesfran, principalement avec son Directeur Général.

Nous avons également eu des échanges avec des représentants du banquier évaluateur, Invest Securities.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité de la Société, (ii) ses perspectives dans son périmètre actuel et (iii) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues.

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions et dont la liste figure en annexe du présent Rapport. Nous avons notamment eu communication d'un rapport d'évaluation de la tour Adria (ci-après la « **Tour** »), établi pour le compte de Tesfran à des fins comptables par CB Richard Ellis (ci-après « **CBRE** ») en date du 31 décembre 2010 à partir de données prévisionnelles traduisant les anticipations financières associées à l'exploitation de l'actif. Nous avons effectué un examen critique des données prévisionnelles retenues et apprécié leur pertinence, notamment au regard du contrat de bail en vigueur entre Tesfran et Technip.

Nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société. A l'exception du rapport d'évaluation de CBRE, nous n'avons pas disposé d'évaluation indépendante des actifs ou des passifs de Tesfran. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Tesfran fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquise, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, informations ou documents qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, informations et documents.

Nous avons par ailleurs :

- ▶ analysé les performances boursières de sociétés cotées que nous avons jugées comparables à Tesfran ; et
- ▶ examiné des informations à la disposition du public sur certaines transactions concernant des actifs pouvant être considérés, à certains égards, comme comparables à la Tour détenue par la Société.

## **V. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre**

La société Testa nous a confirmé qu'il n'existe aucun engagement susceptible de permettre, dans des conditions aujourd'hui définies, à Testa de céder tout ou partie de sa participation au capital de Tesfran.

## **VI. Activité de Tesfran**

Créée en 1993 sous la forme d'une société à responsabilité limitée et sous la dénomination « Safran Investissements », la Société a été cédée en mars 2006 à Testa pour un prix de 15 000 €. Son nom a alors été changé en « Tesfran » et la Société a été transformée en société anonyme.

Le 30 mars 2006, Tesfran a acquis la tour Adria auprès de DB Real Estate Investment pour un montant de 562,5 millions d'euros hors droits. Introduite en bourse en juillet 2006, Tesfran a obtenu le statut fiscal SIIC en août 2006. N'ayant effectué aucune acquisition depuis, elle détient aujourd'hui pour seul actif la tour Adria.

Détenue à plus de 60% par Testa, la Société a vu son statut SIIC suspendu à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2010 et définitivement perdu le 31 décembre 2010.

La tour Adria, livrée en décembre 2002 par Sari Développement, est implantée dans le secteur dit du Faubourg de l'Arche, au Nord-Ouest du secteur de la Défense. Cette situation lui confère une excellente position en termes d'infrastructures.

L'immeuble, de 155 mètres de haut, dispose d'une surface utile de bureaux de 53 841 m<sup>2</sup> avec des prestations de haute qualité sur 40 étages (plateaux de bureaux flexibles, surfaces d'archives, restaurant et cafétéria). Un parking de 615 places a également été réalisé en sous-sol.

La Tour est totalement louée et occupée par la seule société Technip dans le cadre d'un bail commercial qui a été renégocié en avril 2009 et court jusqu'à fin mars 2021. Le loyer, net de toutes charges, prévu contractuellement s'élève à 28 M€ pour l'année 2011 et 29 M€ pour l'année 2012. Il sera ensuite indexé annuellement à partir de 2013 (sur la base du loyer 2012 pour la première indexation).

La Société ne dispose d'aucun salarié et est gérée par Testa via un contrat de prestations de services conclu le 22 mai 2006 qui prévoit une rémunération égale à 1% des loyers hors charges et hors taxes perçus sur l'exercice social considéré.

La Société, en position excédentaire de trésorerie, a par ailleurs conclu une convention de crédit avec Testa dont le dernier avenant datant du 18 septembre 2009 prévoit un montant maximal de prêt de 170 millions d'euros en principal et une rémunération annuel de 1,5%. Le montant du prêt s'élève à 167,2 millions d'euros au 31 décembre 2010.

## VII. Travaux d'évaluation

L'évaluation de la Société est réalisée à la date du 31 décembre 2010.

Afin d'établir une fourchette d'évaluation par action Tesfran au 31 décembre 2010, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) une approche intrinsèque par la méthode de l'Actif Net Réévalué, mise en œuvre à partir des données financières prévisionnelles présentées dans les travaux d'évaluation de la Tour réalisés par CBRE (la « **Méthode de l'ANR** ») ;
- (ii) une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de Tesfran (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- (iii) une approche analogique conduite par référence aux données financières d'opérations sur des actifs jugés comparables à la Tour (la « **Méthode des transactions comparables** »).

Par ailleurs, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- ▶ l'actif net comptable de la Société au 31 décembre 2010 ;
- ▶ l'historique de cours de l'action Tesfran et les volumes échangés sur les douze derniers mois ;
- ▶ les transactions récentes portant sur le capital de la Société.

### VII. a. Méthodes écartées

- (i) L'actualisation de dividendes futurs

Les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires.

- (ii) La méthode DCF

Cette méthode est indirectement retenue dans la Méthode de l'ANR, qui intègre une évaluation intrinsèque des actifs immobiliers de la Société par l'actualisation de flux futurs de trésorerie disponible.

## **VII. b. Méthode de l'ANR**

Nous avons conduit une évaluation des capitaux propres de Tesfran par la Méthode de l'ANR à partir (i) des comptes annuels de la Société au 31 décembre 2010 et (ii) des données financières prévisionnelles retenues dans le cadre des travaux d'évaluation de la Tour réalisés par CBRE en date du 31 décembre 2010.

La méthode employée consiste à réévaluer l'actif net comptable de la Société, par réévaluation de l'actif immobilier et de certains autres actifs et passifs.

Nous retenons deux types d'ANR :

- ▶ l'ANR de liquidation, établi à partir de la valeur vénale de la Tour (hors droits) et tenant compte des conséquences fiscales d'une cession de l'actif pour le vendeur ;
- ▶ l'ANR de reconstitution, établi à partir de la valeur vénale de l'actif augmentée des droits, qui correspond au montant théorique à investir pour reconstituer un portefeuille équivalent aux actifs et passifs de la Société. Le régime fiscal de la Société est alors sans impact sur la valeur.

L'ANR de liquidation correspond à la valeur théorique de la Société dans le cas d'une cession directe de l'actif. L'ANR de reconstitution, plus élevé, correspond à la valeur qui pourrait être mise en avant dans le cas d'une cession de l'actif via une cession des titres de la Société (dans ce scénario, l'acheteur acquiert des titres et non un actif immobilier ; les frais et droits de mutation attachés à l'actif, non payés par l'acheteur, peuvent ainsi en théorie être intégrés pour partie au prix de vente). L'intention annoncée de l'Initiateur n'étant pas de céder les titres de la Société postérieurement à l'Offre, nous considérons que l'ANR de reconstitution ne doit pas être privilégié dans le cadre de notre analyse.

### **VII.b.1 Présentation de l'évaluation établie par CBRE**

L'évaluation de la Tour établie par CBRE en date du 31 décembre 2010 a été conduite par la méthode de l'actualisation du revenu net à partir :

- ▶ d'un plan d'affaires couvrant la période 2011 – 2020 qui prévoit un loyer net fixe de 28 M€ en 2011 et de 29 M€ en 2012 puis une croissance des loyers de 2% par an à partir de 2013 ;
- ▶ d'une valeur terminale égale au revenu net de l'année 2021, capitalisé au taux de 5,5% ;
- ▶ d'un taux d'actualisation de 7,0%.

Sur la base de ce plan d'affaires, CBRE obtient les résultats suivants :

- Valeur vénale (hors droits et frais d'acte) : 500 M€
- Valeur vénale augmentée des droits et frais d'acte : 531 M€

## VII.b.2 Etablissement de l'ANR

Les valeurs d'ANR présentées sont déterminées à partir des flux futurs de trésorerie retenus dans les travaux de CBRE.

Les capitaux propres comptables de la Société au 31 décembre 2010 constituent le point de départ du calcul de l'ANR. Nous n'avons pas tenu compte du résultat net couru du 1<sup>er</sup> janvier 2011 à la date de l'Offre du fait de l'absence d'arrêté de comptes intermédiaire établi par la Société et d'un impact sur la valeur jugé non significatif.

L'ANR de liquidation est obtenu (i) en réévaluant la valeur nette comptable (« **VNC** ») des actifs immobiliers de Tesfran au 31 décembre 2010 (500 M€) à leur valeur vénale et (ii) en considérant les effets fiscaux d'une cession théorique de l'actif.

L'ANR de reconstitution est obtenu en réévaluant la VNC des actifs immobiliers de Tesfran (500 M€) à la valeur vénale augmentée des droits, sans prise en compte d'impact fiscal.

La valeur vénale augmentée des droits est obtenue à partir :

- ▶ d'une actualisation des flux de trésorerie prévisionnels au taux de 7,3%, soit :
  - un taux « sans risque » correspondant à la valeur moyenne des taux des emprunts de l'Etat français à 10 ans (OAT) à fin novembre 2010, fin décembre 2010 et fin janvier 2011, soit 3,4% (source : Bloomberg) ;
  - un bêta à dette nulle de 0,6 obtenu à partir d'un échantillon composé des sociétés Eurosic, Foncière Lyonnaise et Silic ;
  - une prime de risque prospective de 6,5% correspondant à la moyenne des primes de risque déterminées à fin novembre 2010, fin décembre 2010 et fin janvier 2011 sur l'ensemble des sociétés composant l'indice CAC 40 (source : Détroyat Associés – Produit d'Analyse de Risques).
- ▶ d'une valeur terminale égale au revenu net de l'année 2021 (un an après la dernière période considérée dans le plan d'affaires), capitalisé au taux de 5,3%, soit le taux d'actualisation de 7,3% minoré d'un taux de croissance à long terme de 2,0% correspondant au rythme d'indexation annuelle des loyers retenu sur la durée du plan d'affaires.

La valeur vénale est obtenue en retranchant à la valeur d'utilité un montant de droits estimé à 6,2% (hypothèse retenue par CBRE).

La valeur d'utilité et la valeur vénale ainsi obtenues ressortent respectivement à 536 M€ et 505 M€, soit des valeurs supérieures de 1% à celles retenues par CBRE.

## Résultats de la méthode de l'ANR

Les résultats de la méthode de l'ANR sont présentés ci-dessous :

| <i>En M€</i>                                           | <b>ANR de<br/>liquidation</b> | <b>ANR de<br/>reconstitution</b> |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| <b>Capitaux propres comptables au 31 décembre 2010</b> | <b>670,3</b>                  | <b>670,3</b>                     |
| (VNC de la tour Adria)                                 | (500,0)                       | (500,0)                          |
| Valeur de la tour Adria                                | 504,7                         | 536,0                            |
| Effets fiscaux                                         | 0,0                           | n/a                              |
| (VNC des actions propres)                              | (0,2)                         | (0,2)                            |
| <b>ANR au 31 décembre 2010</b>                         | <b>674,8</b>                  | <b>706,1</b>                     |
| # d'actions hors actions propres                       | 33 333 961                    | 33 333 961                       |
| <b>ANR par action au 31 décembre 2010 (€)</b>          | <b>20,2</b>                   | <b>21,2</b>                      |

L'augmentation du taux d'actualisation de 0,25 point de base aurait un impact à la baisse de l'ANR par action de -3% environ. Une diminution identique aurait un impact à la hausse d'environ + 4%.

Par ailleurs, l'utilisation des valeurs de la Tour retenues par CBRE aboutirait à une valeur d'ANR par action comprise entre 20,1 € et 21,0 € par action, soit un montant inférieur de 0,7% aux valeurs d'ANR calculés.

**Nous retenons les valeurs de l'ANR de liquidation et de l'ANR de reconstitution établies à partir de l'actualisation des flux futurs de trésorerie comme bornes de notre fourchette d'évaluation des capitaux propres par la méthode de l'ANR, soit une fourchette de valeurs comprise entre 20,2 euros et 21,2 euros par action Tesfran.**

## VII. c. Méthode des comparables boursiers

En complément de la méthode de l'ANR, nous avons mis en œuvre la méthode des comparables boursiers dont le principe est d'appliquer à certains agrégats comptables historiques et prévisionnels les multiples boursiers observés sur les mêmes agrégats d'un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et comparables à la société à évaluer.

Nous avons sélectionné 6 sociétés cotées françaises exploitant principalement des bureaux à Paris et à la Défense :

| Société                          | Capitalisation<br>(au 27-04-11) | Loyers nets<br>(au 31-12-10) | Type d'actifs                                      | Répartition<br>géographique                     | Bureaux à<br>Paris et IDF |
|----------------------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------|
| Société<br>Foncière<br>Lyonnaise | 1 884 M€                        | 162 M€                       | Bureaux 71%, commerces<br>25%, autres 4%           | QCA <sup>(1)</sup> 82%, Paris<br>12%, autres 6% | environ 70%               |
| Silic                            | 1 749 M€                        | 166 M€                       | Bureaux 81%, mixtes 16%,<br>commerces et divers 3% | La Défense 47%, IDF<br>42%, autres 11%          | 76%                       |
| SIIC de Paris                    | 766 M€                          | 57 M€                        | Bureaux 97%, commerces<br>2%, autres 1%            | Paris 83% (dont QCA<br>45%), IDF 17%            | 97%                       |
| Eurosic                          | 568 M€                          | 75 M€                        | Bureaux 79%, autres 21%                            | Paris 48%, IDF 28%,<br>régions 24%              | environ 60%               |
| Cégéréal                         | 326 M€                          | 50 M€                        | Bureaux 100%                                       | IDF 100%, (dont 40%<br>à la Défense)            | 100%                      |
| Foncière<br>Paris France         | 179 M€                          | 31 M€                        | Bureaux 79%, activités 21%                         | Paris 49%, IDF 51%                              | 79%                       |

(1) QCA : Quartier Central des Affaires

Nous retenons les multiples de la valeur d'entreprise (VE) rapportée aux loyers nets des charges non refacturées, agrégat clé de la performance des sociétés foncières.

### Résultats de la méthode des comparables boursiers

Nous retenons les multiples de loyer net de la dernière période de douze mois disponible (1<sup>er</sup> janvier 2010 au 31 décembre 2010), les bases de données financières de recherche boursière ne proposant pas directement de données prévisionnelles jugées fiables pour cet agrégat.

Les multiples calculés et la valeur des fonds propres par action Tesfran induite par application de la moyenne des multiples des sociétés de l'échantillon au loyer net 2010 de Tesfran sont présentés ci-après :

| Société                                                          | VE / Loyer net | Taux de rendement |
|------------------------------------------------------------------|----------------|-------------------|
|                                                                  | 31/12/2010     | 31/12/2010        |
| Société Foncière Lyonnaise                                       | 18,9x (*)      | 5,3%              |
| Silic                                                            | 18,0x (*)      | 5,6%              |
| SIIC de Paris                                                    | 18,1x          | 5,5%              |
| Eurosic                                                          | 17,1x          | 5,8%              |
| Cégéreal                                                         | 14,0x          | 7,1%              |
| Foncière Paris France                                            | 18,0x          | 5,6%              |
| <b>Moyenne</b>                                                   | <b>17,4x</b>   | <b>5,8%</b>       |
| Loyer net retenu Tesfran (M€) (**)                               | 26,0           |                   |
| <b>VE induite Tesfran (M€)</b>                                   | <b>451,2</b>   |                   |
| Trésorerie nette de Tesfran (M€)                                 | 168,1          |                   |
| <b>Valeur des capitaux propres induite (M€)</b>                  | <b>619,3</b>   |                   |
| Nombre d'actions Tesfran                                         | 33 333 961     |                   |
| <b>Valeur induite par action Tesfran (€)</b>                     | <b>18,6 €</b>  |                   |
| <i>Multiple de loyer net minimum / taux de rendement maximum</i> | <i>14,0x</i>   | <i>7,1%</i>       |
| <i>Multiple de loyer net maximum / taux de rendement minimum</i> | <i>18,9x</i>   | <i>5,3%</i>       |
| <i>Multiple de loyer net médian / taux de rendement médian</i>   | <i>18,0x</i>   | <i>5,6%</i>       |

Source : Détroyat Associés, Tesfran, Bloomberg (27 avril 2011) et information sociétés

(\*) : loyer net retenu incluant les autres revenus

(\*\*) : loyer hors taxes et hors charges prévu au contrat de bail pour l'exercice 2010

**Nous retenons, au titre de la méthode des comparables boursiers, la valeur induite par le multiple moyen de l'échantillon retenu, soit 18,6 euros par action.**

## VII. d. Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de l'actif considéré les taux de rendement induits par les transactions récentes sur des actifs jugés comparables et à déterminer un ANR par action à partir de ces hypothèses.

Nous avons retenu les 8 transactions intervenues depuis mars 2010 sur des immeubles de bureaux situés à la Défense et présentées dans le rapport de CBRE. La transaction la plus élevée au m<sup>2</sup> concerne la tour CB 21, dont la valeur métrique induite de 8 909 €/m<sup>2</sup> est inférieure de 4% à celle de la tour Adria ressortant de la valeur hors droits déterminée par CBRE au 31 décembre 2010 (9 287 €/m<sup>2</sup>). Ces transactions font ressortir un taux de rendement moyen, calculé sur l'ensemble des transactions pour lesquelles l'information est disponible ou peut être reconstituée, de 6,9%.

| Date     | Immeuble        | Ville      | Acquéreur           | Vendeur              | Prix   | Taux de rendement |
|----------|-----------------|------------|---------------------|----------------------|--------|-------------------|
| mar.-10  | Tour Franklin   | Puteaux    | HSBC REIM           | AEW Europe           | 21 M€  | 7,3% (*)          |
| mai.-10  | Le Colisée      | Courbevoie | Allianz real estate | Cie la Lucette       | 168 M€ | nd                |
| sept.-10 | Collines sud    | Puteaux    | COFIA               | HSBC                 | 12 M€  | nd                |
| oct.-10  | La grande Arche | Puteaux    | Foncière Familiale  | lcade                | 7 M€   | nd                |
| nov.-10  | Coface          | Puteaux    | SIIC de Paris       | SFL                  | 176 M€ | 7,0%              |
| nov.-10  | Les miroirs     | Courbevoie | SIIC de Paris       | SFL                  | 110 M€ | 7,5%              |
| nov.-10  | Tour CB 21      | Courbevoie | CNP                 | Foncière des Régions | 147 M€ | 5,8%              |
| déc.-10  | Neuilly Défense | Puteaux    | SCPI EFIMMO 1       | Carval Investors     | 7 M€   | nd                |

(\*) Calculé sur la base d'une transaction incluant également un immeuble situé à Paris 7°

Source : Rapport CBRE, Information publique et calculs DA

Nous avons par ailleurs retenu l'acquisition par Unibail-Rodamco auprès d'Eurohypo de 7,25% des titres de la Société Foncière Lyonnaise le 2 mars 2011 pour un prix total de 106,5 M€, faisant ressortir l'équivalent d'un taux de rendement de 6,3%.

Le taux de rendement moyen de l'ensemble des transactions ainsi retenu ressort à 6,8%.

La valeur de l'ANR résultant de l'application de ce taux de rendement au loyer net 2010 de Tesfran est présentée ci-après :

| <i>En M€</i>                                           | <i>ANR</i>   |
|--------------------------------------------------------|--------------|
| <b>Capitaux propres comptables au 31 décembre 2010</b> | <b>670,3</b> |
| (VNC de la tour Adria)                                 | (500,0)      |
| Loyer net retenu Tesfran                               | 26,0         |
| Taux de rendement - moyenne de l'échantillon           | 6,8%         |
| Valeur induite de la Tour                              | 383,5        |
| (VNC des actions propres)                              | (0,2)        |
| <b>ANR au 31 décembre 2010</b>                         | <b>553,6</b> |
| # d'actions hors actions propres                       | 33 333 961   |
| <b>ANR par action au 31 décembre 2010 (€)</b>          | <b>16,6</b>  |

**Nous retenons, au titre de la méthode des transactions comparables, la valeur induite par le taux de rendement moyen de l'échantillon retenu, soit 16,6 euros par action.**

## **VII. e. Références d'évaluation**

### **VII.e.1 Actif net comptable**

L'actif net comptable de Tesfran au 31 décembre 2010 est de 670,3 M€, soit 20,1 euros par action (sur la base de 33 350 000 actions).

### **VII.e.2 Performance boursière**

Le 25 mars 2011, Testa a informé l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de son intention de lancer une offre publique de retrait sur les actions Tesfran. Dans ce contexte, Testa a demandé et obtenu la suspension de la cotation des actions Tesfran. Par conséquent, nous avons retenu comme période de référence, pour les performances boursières, la période de douze mois se terminant le 24 mars 2011.

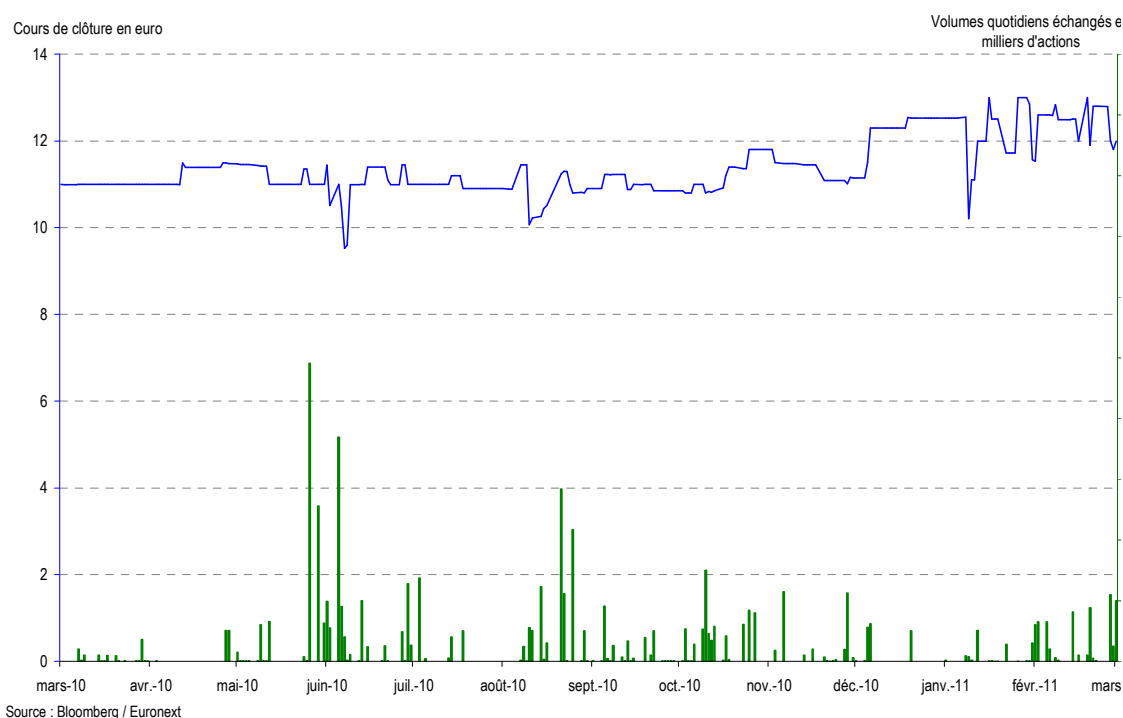
Au cours des douze mois précédant le 25 mars 2011, 56 241 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 0,17% du capital.

Tesfran n'est pas suivi par les analystes financiers et ne fait pas l'objet de recommandations boursières. Son flottant est par ailleurs très faible.

Dans ces conditions, le caractère représentatif de la performance du titre sur les douze derniers mois demeure incertain.

Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse de clôture ainsi que les volumes d'échange entre le 24 mars 2010 et le 24 mars 2011 :

## Cours de bourse de Tesfran sur 1 an au 24 mars 2011 et volumes quotidiens échangés



Nous présentons ci-après les historiques de cours de clôture, de volumes d'échange ainsi que les valeurs d'échanges les plus élevées et les plus basses enregistrées entre le 24 mars 2010 et le 24 mars 2011 :

|                                                                   | A la date du<br>24-mars-11 | Volumes<br>échangés sur la période |
|-------------------------------------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| A la clôture au 24 mars 2011 (*)                                  | 12,00 €                    | 1 000                              |
| Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse | 12,00 €                    | 3 494                              |
| Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse | 12,23 €                    | 5 893                              |
| Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois             | 12,10 €                    | 9 542                              |
| Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois             | 11,56 €                    | 22 387                             |
| Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois            | 11,21 €                    | 56 241                             |
| Plus haut sur 12 mois                                             | 13,00 €                    |                                    |
| Plus bas sur 12 mois                                              | 9,52 €                     |                                    |

Source : Bloomberg

(\*) : Suspension de cotation depuis le 24 mars 2011

Aucun cours de clôture entre le 24 mars 2010 et le 24 mars 2011 n'a ainsi été supérieur au prix de l'Offre.

### VII.e.3 Transactions sur le capital de la Société

Il nous a été indiqué qu'au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'Offre, Testa a acquis hors marché 4 039 actions Tesfran au prix de 18 € par action.

## **VIII. Analyse des travaux du conseil de l'Initiateur**

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Invest Securities en qualité de banquier évaluateur. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information déposé par Testa auprès de l'AMF le 29 avril 2011.

Plusieurs échanges sont intervenus entre Détroyat Associés et Invest Securities sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société antérieurement au dépôt de la note d'information.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation retenues sont identiques.

### **Méthode de l'Actif Net Réévalué**

#### *ANR de liquidation*

La valeur de l'ANR de liquidation calculée par Invest Securities ressort à 20,1 € par action, soit une valeur proche de celle que nous calculons (20,2 €). La différence de 0,1 € par action provient de la prise en compte par Invest Securities d'une valeur vénale de 500 M€ alors que nous retenons une valeur légèrement supérieure (505 M€).

#### *ANR de reconstitution*

La différence de 0,2 € par action entre notre calcul d'ANR par action (21,2 €) et celui d'Invest Securities (21,0 €) s'explique par la différence de valeur d'utilité retenue. Nous prenons en effet en compte une valeur de 536 M€ alors qu'Invest Securities retient une valeur de 530 M€, correspondant à la valeur retenue par CBRE.

Il ressort ainsi que les valeurs d'ANR par action calculées par Invest Securities sont très proches des valeurs que nous calculons (les écarts sont inférieurs à 1%).

### **Méthodes analogiques**

Invest Securities retient les transactions comparables uniquement à titre de référence, sans en déduire une valeur par action Tesfran qui résulterait de l'application des niveaux de prix observés.

Par ailleurs, l'échantillon de comparables boursiers retenu par Invest Securities est plus restreint que celui que nous retenons, qui inclut les sociétés Silic et Foncière Paris France.

Enfin, Invest Securities conduit ses travaux sur différents ratios alors que nous avons concentré notre analyse sur le seul multiple VE / Loyers nets.

Les deux analyses aboutissent néanmoins à des conclusions similaires : la valeur par action ressortant de la mise en œuvre des méthodes analogiques est inférieure aux valeurs obtenues par la méthode de l'Actif Net Réévalué.

## IX. Conclusion

Les résultats de nos travaux d'évaluation sont rappelés dans le tableau ci-dessous :

| Méthode d'évaluation                                              | Fourchette de valeurs des fonds propres par action                 |               |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------|
|                                                                   | Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 20,33 € par action |               |
| ANR                                                               | 20,2 €<br>1%                                                       | 21,2 €<br>-4% |
| Comparables boursiers                                             | 18,6 €<br>9%                                                       |               |
| Transactions comparables                                          | 16,6 €<br>22%                                                      |               |
| Actif net comptable au 31/12/10                                   | 20,1 €<br>1%                                                       |               |
| Cours de bourse – Moyennes 20 jours<br>et 12 mois au 24 mars 2011 | 11,2 €<br>82%                                                      | 12,2 €<br>67% |
| Achat par Testa de 4 039 actions hors marché                      | 18 €<br>13%                                                        |               |

Ils permettent de distinguer trois fourchettes de valeur des fonds propres de Tesfran, exprimées en euros par action :

- Une fourchette d'environ 20 euros à 21 euros par action, qui correspond au résultat de notre analyse ANR et dans laquelle s'inscrit l'actif net comptable ;
- Une fourchette d'environ 17 euros à 19 euros par action, dans laquelle s'inscrivent les résultats obtenus par l'application des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) ainsi que le prix d'achat par Testa d'actions Tesfran hors marché ;
- Une fourchette d'environ 11 euros à 12 euros correspondant aux différentes moyennes de cours sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

Nous constatons que le prix d'Offre de 20,33 euros par action est supérieur de 6% à la moyenne des valeurs d'ANR et des résultats des méthodes analogiques (19,2 €). Il est également très supérieur au cours de bourse sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

**Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 20,33 euros par action proposé par Testa est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Tesfran, dans le cadre de la présente Offre.**

Fait à Paris, le 18 mai 2011

Philippe Leroy  
Directeur général délégué

DÉTROYAT ASSOCIÉS

## Annexes

**Annexe A** : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Détroyat Associés au cours des 24 mois précédant sa désignation

| Date           | Type de Mission                                                                                                     | Société Cible                                        | Société Initiatrice                                                                                                                                      | Banque Présentatrice                       |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| Mars 2011      | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire         | Société financière de communication et du multimédia | Société française du radiotéléphone                                                                                                                      | CM-CIC Securities                          |
| Novembre 2010  | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une garantie de cours                                                 | Aldeta                                               | Alta Blue                                                                                                                                                | Kepler Capital Markets / Invest Securities |
| Septembre 2010 | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire | Otor SA                                              | DS Smith                                                                                                                                                 | BNP Paribas Corporate & Investment Banking |
| Octobre 2009   | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre contractuelle d'achat                                       | China Corn Oil SA                                    | Concert réunissant les sociétés Sanxing trade, New Garden, The China Development Capital Partnership Master Fund et General Motors Investment Management | Invest Securities                          |
| Octobre 2009   | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire         | KoroFrance                                           | Provimi                                                                                                                                                  | Oddo Corporate Finance                     |
| Avril 2009     | Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée                                 | Evalis                                               | Financière Evalis                                                                                                                                        | Crédit Agricole                            |

## Annexe B : Equipe Détroyat Associés

- Philippe Leroy – Associé (signataire) – Diplômé de l'ESSEC, il dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint Détroyat Associés en 2005.
- Florent Myara – Analyste financier senior – Diplômé de l'Ecole HEC, il a rejoint Détroyat Associés en 2008 après 5 années passées en audit chez Ernst & Young à Paris.
- Diane Pringalle – Analyste financier junior, elle a rejoint Détroyat Associés début 2010 après un Master 2 Finance / Contrôle de gestion de l'université Paris-Dauphine.
- Emmanuel Dayan – Associé (contrôle qualité) – Ingénieur de l'Ecole Centrale de Paris, il a rejoint Détroyat Associés en 2005 avec une expérience de près de 10 ans dans le conseil en fusions-acquisitions.

## Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

### *Tesfran*

- Javier Zarrabeitia Unzueta (Directeur Général)

### *Invest Securities, (banquier évaluateur)*

- Gwenaël Le Berre (Directeur - Invest Securities Corporate Finance)
- Claude Breuil (Senior Advisor - Invest Securities Corporate Finance)

### *Godet Gaillard Solle Maraoux, conseils juridiques de l'Initiateur*

- Jean-Maurice Gaillard (Associé – Avocat à la cour)
- Hélène Testeil (Avocat à la cour)

## Annexe D : Principales sources d'information

| Documents                                                                                | Source                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| Statuts de Tesfran                                                                       | Godet Gaillard Solle Maraoux |
| Rapport d'expertise immobilière au 31 décembre 2010                                      | CBRE                         |
| Projet de comptes de la Société au 31 décembre 2010                                      | Tesfran                      |
| Rapports annuels de la Société des trois exercices 2007, 2008 et 2009                    | Information publique         |
| Note relative à l'admission de Tesfran sur Euronext en 2006                              | Information publique         |
| Contrats de bail renégocié en avril 2009 entre Tesfran et Technip                        | Godet Gaillard Solle Maraoux |
| Convention de crédit conclue entre Tesfran et Testa Immuebles en Renta en septembre 2007 | Godet Gaillard Solle Maraoux |
| Avenants à la convention de crédit en septembre 2008 et en septembre 2009                | Godet Gaillard Solle Maraoux |
| Procès verbaux des conseils d'administration de Tesfran en 2008, 2009 et 2010            | Godet Gaillard Solle Maraoux |
| Procès verbaux des assemblées générales de Tesfran en 2008, 2009 et 2010                 | Godet Gaillard Solle Maraoux |

## **Annexe E : Diligences effectuées**

Nous avons conduit notre mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- ▶ Prise de connaissance de l'Offre et de son contexte
- ▶ Collecte des informations nécessaires à la réalisation de la mission
- ▶ Analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel
- ▶ Etude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société
- ▶ Analyse du rapport d'évaluation établi par CBRE
- ▶ Mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques
- ▶ Analyse des références d'évaluation
- ▶ Prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation du banquier évaluateur
- ▶ Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- ▶ Revue indépendante du rapport et des travaux réalisés

## **Annexe F : Calendrier de l'étude**

| <b>Etapes</b>                                                                                                                                 | <b>Date</b>   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| Lettre de mission signée par le Directeur Général de la Société désignant Détroyat Associés comme expert indépendant dans le cadre de l'Offre | 28 mars 2011  |
| Collecte de l'ensemble des informations nécessaires à l'étude                                                                                 | Avril 2011    |
| Remise d'un projet de rapport                                                                                                                 | 26 avril 2011 |
| Remise du rapport définitif au conseil d'administration de la Société                                                                         | 29 avril 2011 |

## **Annexe G : Montant de la rémunération perçue par Détroyat Associés**

La rémunération perçue par Détroyat Associés est de 35 000 euros hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

## **Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants**

Détroyat Associés n'est pas adhérente de l'une ou de l'autre des deux associations d'experts indépendants créées postérieurement à l'introduction d'un Titre VI sur l'expertise indépendante dans le Règlement général et agréées par l'AMF. L'adhésion à l'une ou l'autre de ces associations sera fondée sur une revue initiale limitée par Détroyat Associés des pratiques professionnelles actuellement en cours dans chacune d'entre elle.

### **3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESFRAN**

#### **3.1 Avis motivé initial du conseil d'administration de Tesfran du 29 avril**

Les extraits du procès-verbal de réunion du Conseil d'Administration de TESFRAN, en date du 29 avril 2011, au cours duquel le Conseil d'Administration a exprimé son avis motivé sur les termes de l'Offre, sont reproduits ci-après.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de TESFRAN s'est réuni le 29 avril 2011 afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences pour la Société et ses actionnaires.

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

*"Le Président rappelle que la Société a été informée par son actionnaire majoritaire, la société Testa Immeubles en Renta (l'Initiateur) du projet de dépôt d'une offre publique de retrait visant les actions de la Société (l'Offre).*

*Le Président rappelle que la Société a mandaté le 4 mars 2011, en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le cabinet Détroyat & Associés en tant qu'expert indépendant aux fins d'apprécier les conditions financières de l'Offre.*

*Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :*

- *du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques de l'Offre et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *des travaux de Invest Securities, banque présentatrice et garante ;*
- *du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Détroyat & Associés représenté par M. Philippe Leroy, conformément aux articles 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF; et*
- *du projet de note en réponse de la Société.*

*Le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance des différents documents qui lui ont été présentés et entendu l'exposé du Président, ainsi que les conclusions du rapport de l'expert indépendant en date du 29 avril 2011,*

- *a pris acte des motifs invoqués par l'Initiateur,*
- *a pris acte des conclusions du rapport de l'expert indépendant, reproduites ci-dessous :*

#### **« IX. Conclusion**

*Les résultats de nos travaux d'évaluation sont rappelés dans le tableau ci-dessous :*

| <i>Méthode d'évaluation</i>                                           | <i>Fourchette de valeurs des fonds propres par action</i>                 |                             |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
|                                                                       | <i>Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 20,10 € par action</i> |                             |
| <b>ANR</b>                                                            | <b>20,2 €</b><br><b>0%</b>                                                | <b>21,2 €</b><br><b>-5%</b> |
| <b>Comparables boursiers</b>                                          | <b>19,8 €</b><br><b>2%</b>                                                |                             |
| <b>Transactions comparables</b>                                       | <b>17,7 €</b><br><b>14%</b>                                               |                             |
| <b>Actif net comptable au 31/12/10</b>                                | <b>20,1 €</b><br><b>0%</b>                                                |                             |
| <b>Cours de bourse – Moyennes 20 jours et 12 mois au 24 mars 2011</b> | <b>11,2 €</b><br><b>79%</b>                                               | <b>12,2 €</b><br><b>65%</b> |

Ils permettent de distinguer trois fourchettes de valeur des fonds propres de Tesfran, exprimées en euros par action :

- Une fourchette d'environ 20 euros à 21 euros par action, qui correspond au résultat de notre analyse ANR ;
- Une fourchette d'environ 18 euros à 20 euros par action, dans laquelle s'inscrivent les résultats obtenus par l'application des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables), ainsi que l'actif net comptable ;
- Une fourchette d'environ 11 euros à 12 euros correspondant aux différentes moyennes de cours sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

Nous constatons que le prix d'Offre de 20,10 euros par action est supérieur de 2% à la moyenne des valeurs d'ANR et des résultats des méthodes analogiques (19,7 €). Il est également très supérieur au cours de bourse sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

**Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 20,10 euros par action proposé par Testa est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Tesfran, dans le cadre de la présente Offre. »**

- a constaté que le prix offert représente une prime importante compte tenu des comparables boursiers et de la moyenne des cours de bourse sur une période de douze (12) mois de l'action TESFRAN ;
- a constaté que l'Initiateur qui est déjà l'actionnaire majoritaire de la Société, ne prévoit pas de changement dans la composition des organes sociaux, la stratégie et la politique industrielle, commerciale et financière de la Société et n'envisage aucune restructuration juridique qui sortirait du cadre normal des affaires.

En conséquence, après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres, approuve le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté. Le Conseil d'administration considère que le projet d'Offre, au prix de 20,10 € par action (i) est conforme aux intérêts de la Société et de ses

actionnaires et (ii) constitue une opportunité de liquidité équitable pour les actionnaires ne désirant pas demeurer au capital de la Société, étant précisé que chaque actionnaire demeure en droit de le rester, l'initiateur de l'Offre ayant d'ores et déjà indiqué son intention de ne pas mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire des minoritaires.

Il est rappelé que la Société n'a aucun salarié.

Compte tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable du prix proposé, le Conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

### **3.2 Avis motivé complémentaire du conseil d'administration de Tesfran du 19 mai**

Les extraits du procès-verbal de réunion du Conseil d'Administration de TESFRAN, en date du 19 mai 2011, au cours duquel le Conseil d'Administration a exprimé un nouvel avis motivé sur les termes de l'Offre, sont reproduits ci-après.

*Le Président rappelle que, aux termes de sa réunion du 29 avril 2011, le Conseil d'administration de la Société a émis un avis motivé sur le projet d'offre publique de retrait visant les actions de la Société (l'Offre) initiée par son actionnaire majoritaire, la société Testa Immeubles en Renta (l'Initiateur), au prix de 20,10 euros par action (le **Prix Initial**).*

*Le Président indique que, à la suite d'échanges avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et avec Invest Securities, banque présentatrice et garante, l'Initiateur a décidé de modifier le Prix Initial de l'Offre et de le porter à 20,33 euros par action*

*Le Président rappelle que la Société a mandaté, en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le cabinet Détroyat & Associés en tant qu'expert indépendant aux fins d'apprécier les conditions financières de l'Offre. L'expert indépendant a remis son premier rapport le 29 avril 2011.*

*Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :*

- *du projet de note d'information de l'Initiateur modifié contenant les caractéristiques de l'Offre et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *des travaux modifiés de Invest Securities, banque présentatrice et garante ;*
- *du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Détroyat & Associés représenté par M. Philippe Leroy, conformément aux articles 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, tel que modifié en date du 18 mai 2011 ; et*
- *du projet de note en réponse modifié de la Société.*

*Le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance des différents documents qui lui ont été présentés et entendu l'exposé du Président, ainsi que les conclusions modifiées du rapport de l'expert indépendant en date du 18 mai 2011,*

- *a pris acte des motifs invoqués par l'Initiateur,*
- *a pris acte des conclusions du rapport de l'expert indépendant, reproduites ci-dessous :*

## « IX. Conclusion

Les résultats de nos travaux d'évaluation sont rappelés dans le tableau ci-dessous :

| Méthode d'évaluation                                              | Fourchette de valeurs des fonds propres par action                 |               |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------|
|                                                                   | Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 20,33 € par action |               |
| ANR                                                               | 20,2 €<br>1%                                                       | 21,2 €<br>-4% |
| Comparables boursiers                                             | 18,6 €<br>9%                                                       |               |
| Transactions comparables                                          | 16,6 €<br>22%                                                      |               |
| Actif net comptable au 31/12/10                                   | 20,1 €<br>1%                                                       |               |
| Cours de bourse – Moyennes 20 jours<br>et 12 mois au 24 mars 2011 | 11,2 €<br>82%                                                      | 12,2 €<br>67% |
| Achat par Testa de 4 039 actions hors marché                      | 18 €<br>13%                                                        |               |

Ils permettent de distinguer trois fourchettes de valeur des fonds propres de Tesfran, exprimées en euros par action :

- Une fourchette d'environ 20 euros à 21 euros par action, qui correspond au résultat de notre analyse ANR et dans laquelle s'inscrit l'actif net comptable ;
- Une fourchette d'environ 17 euros à 19 euros par action, dans laquelle s'inscrivent les résultats obtenus par l'application des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) ainsi que le prix d'achat par Testa d'actions Tesfran hors marché ;
- Une fourchette d'environ 11 euros à 12 euros correspondant aux différentes moyennes de cours sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

Nous constatons que le prix d'Offre de 20,33 euros par action est supérieur de 6% à la moyenne des valeurs d'ANR et des résultats des méthodes analogiques (19,2 €). Il est également très supérieur au cours de bourse sur la période précédant l'annonce de l'Offre.

**Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 20,33 euros par action proposé par Testa est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Tesfran, dans le cadre de la présente Offre. »**

En conséquence, après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres, approuve le projet d'Offre tel qu'il lui est désormais présenté et qui intègre l'activité

*courante de la Société. Le Conseil d'administration considère que le projet d'Offre, au prix de 20,33 euros par action (i) est conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires et (ii) constitue une opportunité de liquidité équitable pour les actionnaires ne désirant pas demeurer au capital de la Société, étant précisé que chaque actionnaire demeure en droit de le rester, l'Initiateur de l'Offre ayant d'ores et déjà indiqué son intention de ne pas mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire des minoritaires.*

*Il est rappelé que la Société n'a aucun salarié.*

*Compte tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable du prix proposé, le Conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ».*

#### **4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

Il n'existe à ce jour aucun accord porté à la connaissance de la Société ou de ses dirigeants susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

#### **5. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT**

##### **5.1 Structure et répartition du capital de TESFRAN**

Le tableau ci-après présente la répartition du capital de la Société au 31 mars 2011.

|                | Actions           |             | Droits de vote    |             |
|----------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
|                | Nombre            | Pourcentage | Nombre            | Pourcentage |
| TESTA          | 33.051.843        | 99,11%      | 33.051.843        | 99,11%      |
| Auto-détention | 16.015            | 0,04%       | 16.015            | 0,04%       |
| public         | 282.142           | 0,85%       | 282.142           | 0,85%       |
| <b>TOTAL</b>   | <b>33.350.000</b> | <b>100%</b> | <b>33.350.000</b> | <b>100%</b> |

##### **5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de TESFRAN**

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions TESFRAN, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils.

Il n'a été porté à la connaissance de la Société (en vertu de l'article L.233-11 du Code de commerce) aucun accord en vigueur stipulant des restrictions de l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions TESFRAN.

### **5.3 Participation directe ou indirecte au sein du capital de TESFRAN dont la Société a connaissance**

La Société n'a pas connaissance de participation directe ou indirecte au sein du capital de TESFRAN en vertu de articles L.233-7 et L. 233-12 du Code de commerce à l'exception de la déclaration de franchissement de seuil effectuée par Testa en mars 2007.

### **5.4 Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

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

### **5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel**

La Société n'employant à ce jour aucun salarié, aucun système d'actionnariat du personnel n'a été mis en place au sein de la Société.

### **5.6 Accords entre actionnaires dont TESFRAN a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice de droits de vote**

La Société n'a connaissance d'aucun accord qui pourrait entraîner des restrictions au transfert et à l'exercice de droit de vote.

### **5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration**

La Société est dirigée par un Conseil d'Administration. Le nombre des membres du Conseil d'Administration est fixé par les statuts de la Société sans pouvoir toutefois excéder le chiffre de dix-huit (18). Les membres du Conseil d'Administration sont nommés par l'assemblée générale ordinaire de la Société qui est également compétente pour prononcer leur révocation. La durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années. Les administrateurs sont toujours rééligibles sous réserve des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

### **5.8 Règles applicables à la modification de statuts**

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour décider ou autoriser des modifications directes ou indirectes des statuts dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

### **5.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier relatif à l'émission ou le rachat d'actions**

En dehors des pouvoirs généraux qui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'Administration de la Société ne dispose pas de délégations et / ou d'autorisations particulières conférées par l'assemblée générale des actionnaires relatives à l'émission ou au rachat d'actions.

### **5.10 Accords conclus par TESFRAN qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de TESFRAN, hors le cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts**

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par TESFRAN pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

### **5.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs 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**

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs s'ils démissionnent.

Par ailleurs, la Société n'emploie à ce jour aucun salarié.

## **6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Les membres du Conseil d'Administration détiennent chacun cent (100) actions de la Société. A cet égard, les administrateurs n'envisagent pas d'apporter leurs actions à l'Offre.

## **7. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT TESFRAN**

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

## **8. 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".*

Luis del Rivero Asensio, Président du Conseil d'Administration