

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

F O N C I E R E
MASSENA

INITIEE PAR

MASSENA PROPERTY

FILIALE DU GROUPE DES ASSURANCES DU CREDIT MUTUEL



PRESENTEE PAR

CM=CIC Securities

PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES MASSENA PROPERTY ET FONCIERE MASSENA

PRIX DE L'OFFRE : 13,65 EUROS PAR ACTION FONCIERE MASSENA (COUPON DU
DIVIDENDE 2011 DE 0,38 EURO PAR ACTION DETACHE)

DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NEGOCIATION

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Foncière Masséna qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à la société Masséna Property moyennant une indemnisation de 13,65 euros par action Foncière Masséna, nette de tous frais.



Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 16 mai 2012, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-16 de son Règlement général.

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Foncière Masséna
42, rue des Mathurins
75008 Paris

Masséna Property
34 rue du Wacken
67000 Strasbourg

CM-CIC Securities
Département Corporate
6, avenue de Provence
75441 Paris Cedex 09

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés Foncière Masséna et Masséna Property seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OPERATION	4
1.1 Contexte et motifs de l'Offre.....	4
1.1.1 Répartition du capital et des droits de vote de Foncière Masséna au [16] mai 2012	4
1.1.2 Motifs de l'opération.....	5
1.2 Intentions de l'initiateur au cours des douze prochains mois	6
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	6
2.1 Termes de l'Offre	6
2.2 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	7
2.3 Modalités de l'Offre	7
2.3.1 L'Offre Publique de Retrait.....	7
2.3.2 Le Retrait Obligatoire.....	8
2.4 Calendrier indicatif de l'Offre.....	9
2.5 Restrictions concernant l'Offre Publique de Retrait à l'étranger	9
2.6 Régime fiscal de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire.....	10
2.6.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations	11
2.6.1.1 Régime de droit commun	11
2.6.1.2 PEA.....	12
2.6.1.3 Plan d'Epargne d'Entreprise	12
2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés	13
2.6.3 Autres actionnaires	14
2.6.4 Droits d'enregistrement	14
2.7 Financement et coûts de l'Offre Publique de Retrait et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire	14
3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	15
4. INFORMATIONS RELATIVES A FONCIERE MASSENA (ARTICLE L225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)	15
5. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	16
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	27
7. AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIERE MASSENA.....	49

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION ..50

8.1	Pour l'Initiateur Masséna Property.....	50
8.2	Pour la Société visée Foncière Masséna.....	50
8.3	Etablissement Présentateur.....	50

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Masséna Property, société par actions simplifiée au capital de 2.547.550 euros dont le siège social est situé 34, rue du Wacken 67000 Strasbourg, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Strasbourg sous le numéro 438 390 841 (« **Masséna Property** » ou l'« **Initiateur** »), et filiale du groupe des assurances du Crédit Mutuel dont les entités détiennent de concert 99,65% du capital et des droits de vote de Foncière Masséna (cf. *infra* section 1.1.1) (ci-après, le « **Groupe des ACM** » ou le « **Concert** »), offre irrévocablement aux actionnaires (autres que les entités du Groupe des ACM) de Foncière Masséna, société en commandite par actions au capital de 185.025.164,55 euros dont le siège social est situé 42, rue des Mathurins 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 632 019 261 (« **Foncière Masséna** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0000037210, d'acquérir la totalité de leurs actions Foncière Masséna au prix de 13,65 euros par action (droit au dividende relatif à l'exercice 2011 de 0,38 euro par action détaché) dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** »).

L'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Foncière Masséna, autres que celles détenues par le Groupe des ACM, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Masséna Property moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait (13,65 euros par action, coupon 2011 détaché) (l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire étant définis ensemble comme l'« **Offre** »).

L'Offre étant déposée d'un accord commun entre la Société et l'Initiateur, le présent projet de note d'information est établi conjointement.

CM-CIC Securities est l'établissement présentateur de l'Offre et 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.

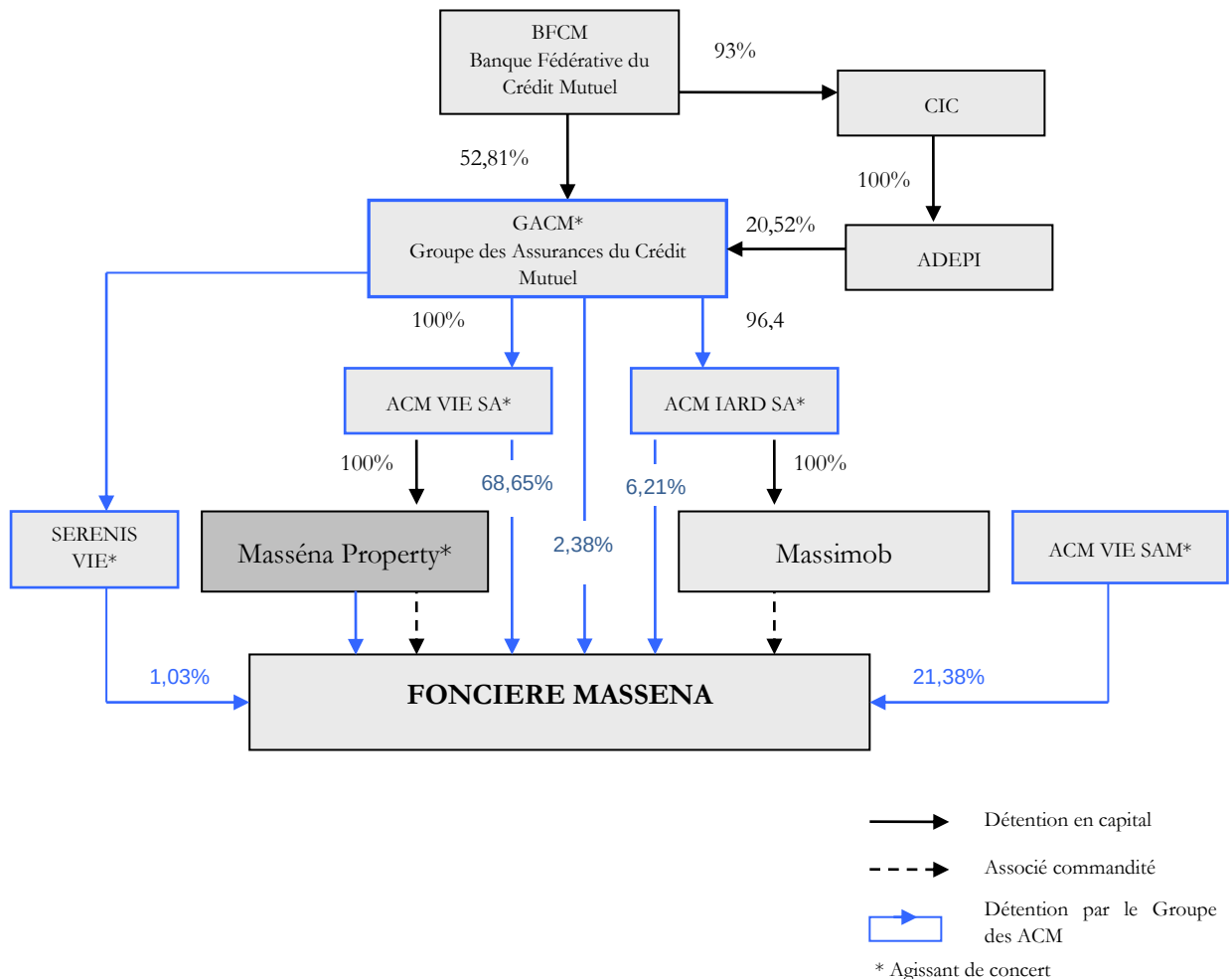
1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.1.1 Répartition du capital et des droits de vote de Foncière Masséna au 16 mai 2012

Le Groupe des ACM détient au total 99,65% du capital social et des droits de vote de la Société, selon le détail décrit ci-après :

	Actions et droits de vote	%
Assurances du Crédit Mutuel Vie S.A. ⁽¹⁾	30.606.644	68,65%
ACM Vie Société d'Assurance Mutuelle ⁽¹⁾	9.532.718	21,38%
Assurance du Crédit Mutuel IARD S.A. ⁽¹⁾	2.768.783	6,21%
Groupe des Assurances du Crédit Mutuel S.A. ⁽¹⁾	1.059.615	2,38%
Sérénis Vie S.A. ⁽¹⁾	461.464	1,03%
Masséna Property ⁽¹⁾	10	NS
Sérénis Assurances S.A. ⁽¹⁾	1	NS
Sous-total Groupe des ACM	44.429.235	99,65%
Auto-détention + flottant	155.142	0,35%
Total général	44.584.377	100%

(1) Agissant de concert. Un reclassement de la participation de ACM VIE SAM auprès de ACM VIE SA au prix de l'Offre est envisagé préalablement à l'ouverture de l'Offre.



1.1.2 Motifs de l'opération

L'Offre vise à procéder au retrait de la cote de la Société, considération prise de ce que :

- les actionnaires minoritaires détiennent à ce jour ensemble moins de 0,5% du capital et des droits de vote de la Société ;
- le marché des titres de Foncière Masséna est affecté d'une très faible liquidité ;
- la Société ne bénéficie plus depuis le 1^{er} janvier 2011 du régime fiscal des sociétés investissement immobilier cotées (SIIC) ; et
- la Société n'a par ailleurs pas l'intention de se financer à l'avenir par voie d'offre au public d'instruments financiers.

La mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire permettra en outre à la Société de simplifier son fonctionnement et de supprimer les coûts induits par son statut de société cotée.

L'Initiateur propose en conséquence aux actionnaires de Foncière Masséna qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 13,65 euros par action apportée (droit au dividende relatif à l'exercice 2011 de 0,38 euro par action détaché). Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont décrits en section 4 ci-après.

Le caractère équitable des conditions financières de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité par un expert indépendant (voir Section 5 ci-après), le cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, mandaté par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

L'Initiateur n'entend pas, à ce jour, modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois.

L'Offre s'inscrit dans une logique de continuité de l'activité de la Société et n'aura pas d'incidence en matière d'emploi.

L'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la composition des organes sociaux et de direction de Masséna Property. L'Offre étant initiée par Masséna Property, qui est associé commandité de la Société, Foncière Masséna conservera son statut de société en commandite par actions.

La politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre dépendra principalement des résultats dégagés par la Société, de sa situation financière et de sa politique d'investissement.

Il n'est à ce jour pas envisagé que la Société soit partie à une opération de fusion au cours des douze prochains mois.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, CM-CIC Securities, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le présent projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Foncière Masséna non encore détenues à ce jour par le Groupe des ACM.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Foncière Masséna à acquérir, au prix de 13,65 euros par action (droit au dividende 2011 de 0,38 euro par action détaché), les actions Foncière Masséna qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait pendant une période de 10 jours de négociation.

Il est précisé que l'Offre est faite **droit au dividende relatif à l'exercice 2011 de 0,38¹ euro détaché**. En effet, sur la base du calendrier prévisionnel de l'opération (*cf. infra* section 2.4), l'Offre sera ouverte le 7 juin 2012, soit postérieurement au détachement du droit relatif au dividende 2011 (la mise en paiement du dividende 2011 devant, conformément aux termes de la deuxième résolution qui sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale de la Société

¹ Cf. avis de réunion valant avis de convocation publié au BALO par Foncière Masséna le 16 avril 2012.

convoquée pour le 22 mai 2012², intervenir à compter du 5 juin 2012). Les actions transférées à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre seront donc cédées à ce dernier « coupon détaché ».

CM-CIC 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.

2.2 NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE

A la date du 16 mai 2012, les entités du Groupe des ACM détiennent de concert 44.429.235 actions Foncière Masséna représentant 99,65% du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 44.584.377 actions et d'autant de droits de vote Foncière Masséna calculés en application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur l'intégralité des actions Foncière Masséna émises à l'exception des actions Foncière Masséna détenues par le Groupe des ACM et des 8.554 actions auto-détenues, soit 146.588 actions sur 44.584.377 actions Foncière Masséna, représentant 0,33% du capital et des droits de vote de la Société.

A la date de la présente note d'information, à l'exception des actions mentionnées ci-dessus et sous réserve des dispositions de l'article 18 bis des statuts de la Société (qui n'ont pas vocation à jouer dans le contexte de l'Offre, celle-ci étant initiée par un associé commandité de la Société), il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 MODALITÉS DE L'OFFRE

2.3.1 L'Offre Publique de Retrait

Le présent projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 16 mai 2012. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 III et 231-17 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 16 mai 2012 par l'Initiateur et Foncière Masséna et mis en ligne sur le site Internet de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com). En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, le projet de la présente note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés Masséna Property, Foncière Masséna et auprès de CM-CIC Securities, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com).

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au présent projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la présente note d'information.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF et de Foncière Masséna et seront mises à la

² Les entités du Groupe des ACM ont fait savoir qu'elles entendent voter en faveur dudit projet de résolution lors de l'assemblée générale.

disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de Masséna Property et de Foncière Masséna et auprès de CM-CIC Securities. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et Foncière Masséna.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris S.A. publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les actions Foncière Masséna détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre Publique de Retrait, les détenteurs d'actions Foncière Masséna inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions Foncière Masséna apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. Masséna Property se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de Foncière Masséna qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, *etc.*) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuant par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque négociation. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est CM-CIC Securities. Les frais de négociation resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Foncière Masséna qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 13,65 euros par action Foncière Masséna, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du Règlement Général de l'AMF.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du Règlement Général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de CM-CIC Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation. Euroclear France clôturera le code de négociation FR0000037210 des actions Foncière Masséna ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions Foncière Masséna.

CM-CIC Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Foncière Masséna de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par CM-CIC Securities pendant une durée de 10 ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions Foncière Masséna seront radiées du Compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

16 mai 2012	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Communiqué de presse conjoint publié par Foncière Masséna et l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org , et de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com) du projet de note d'information conjointe
5 juin 2012	Mise en paiement du dividende 2011 de 0,38 euros par action
5 juin 2012	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
6 juin 2012	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Foncière Masséna (www.fonciere-massena.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Masséna Property et de Foncière Masséna
6 juin 2012	Diffusion du communiqué conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Masséna Property et de Foncière Masséna
7 juin 2012	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
20 juin 2012	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
21 juin 2012	Publication du résultat de l'Offre, mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Foncière Masséna du marché Euronext Paris

2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT À L'ÉTRANGER

L'Offre Publique de Retrait est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre Publique de Retrait n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires d'actions Foncière Masséna en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre Publique de Retrait sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

La publication et la diffusion du présent projet de note d'information, l'Offre Publique de Retrait, l'acceptation de l'Offre Publique de Retrait, ainsi que la livraison des actions Foncière Masséna peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre Publique de Retrait ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre Publique de Retrait ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession du présent projet de note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

Le présent projet de note d'information et les autres documents relatifs à l'Offre Publique de Retrait ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre Publique de Retrait n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre Publique de Retrait n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre Publique de Retrait ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du présent projet de note d'information, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de Foncière Masséna ne pourra apporter ses actions à l'Offre Publique de Retrait s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre Publique de Retrait, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre Publique de Retrait, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre Publique de Retrait ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre Publique de Retrait dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.6 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état actuel de la législation fiscale française, donné à titre d'information générale. Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire. Les actionnaires sont invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel. Les non-résidents de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application des dispositions de la convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet Etat.

Il est par ailleurs rappelé que le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre Publique de Retrait.

2.6.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

2.6.1.1 Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code général des impôts (« **CGI** »), les plus-values (égales à la différence entre le prix offert dans le cadre de l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des actions Foncière Masséna) de cession d'actions réalisées par les personnes physiques sont imposables à un taux fixé à 19 %.

Les plus-values de cession d'actions sont également soumises aux prélèvements sociaux énumérés ci-dessous, non déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu, à un taux global, de 15,5 % qui se décompose comme suit :

- 8,2 % au titre de la CSG ;
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») ;
- 5,4 % au titre du prélèvement social ;
- 0,3 % au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ; et
- 1,1 % au titre de la contribution au financement du revenu de solidarité active.

Le taux global d'imposition s'élève donc à 34,5 %.

Le cas échéant, l'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre. La plus-value d'échange (ou tout ou partie, selon que toutes les actions concernées ou seulement une partie de celles-ci auront été apportées à l'Offre) qui faisait l'objet d'un report ou d'un sursis d'imposition sera donc imposable dans les conditions décrites à la présente section. De même, l'éventuelle plus-value réalisée sur les titres échangés avant le 1^{er} janvier 2000 et bénéficiant d'un report d'imposition dans les conditions visées aux articles 92 B II et 160 I *ter* du CGI alors en vigueur sera imposée dans les conditions décrites ci-dessus.

Conformément aux dispositions des articles 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année et, éventuellement, des dix années suivantes, à condition que les moins-values résultent d'opérations imposables.

A compter de l'imposition des revenus de l'année 2011 et jusqu'à l'imposition des revenus de l'année au titre de laquelle le déficit public des administrations publiques est nul, l'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution assise en principe sur le montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1^o du IV de l'article 1417 du CGI sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du même Code et qui comprend, notamment, les plus-values réalisées par les contribuables concernés.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 250 000 euros et inférieure ou égale à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros et inférieure ou égale à 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à une imposition commune ;
- 4 % à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune.

2.6.1.2 PEA

Les personnes qui détiennent des actions Foncière Masséna dans un plan d'épargne en actions (« **PEA** ») pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0 % et 15,5 %) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.6.1.3 Plan d'Epargne d'Entreprise

Les revenus des titres détenus dans un Plan d'Epargne d'Entreprise (« **PEE** ») sont exonérés d'impôt sur le revenu s'ils sont réemployés dans ce plan et astreints à la même période d'indisponibilité de cinq ans que les titres auxquels ils se rattachent. Ils sont définitivement exonérés à l'expiration de la période d'indisponibilité correspondante. Les plus-values réalisées sont également exonérées d'impôt à la condition que ces titres revêtent la forme nominative et comportent la mention de leur origine.

Les avoirs détenus dans le cadre d'un PEE dont le participant a demandé la délivrance, soit en cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, soit au-delà des périodes d'indisponibilité, demeurent soumis aux prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles, soit un taux global de 15,5%).

Dans l'hypothèse où un FCPE investi en actions Foncière Masséna apporterait ses actions à l'Offre dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, le régime fiscal et social applicable aux parts de FCPE ne sera, en principe, pas remis en cause si et dans la mesure où les avoirs détenus par les porteurs demeurent bloqués par le délai d'indisponibilité restant à courir, conformément à la circulaire interministérielle du 15 septembre 2005 relative à l'épargne salariale.

2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés

Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille, égales à la différence entre, d'une part, le prix offert dans le cadre de l'Offre et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions Foncière Masséna apportées à l'Offre, sont soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33, 1/3 % majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois.

Il est à noter que certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 *ter* ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % dans la limite de 38 120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois, et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 %.

Pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2013, une contribution exceptionnelle codifiée à l'article 235 *ter* ZAA du CGI est applicable aux redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 millions d'euros et est égale à 5 % du montant de l'impôt sur les sociétés dû, déterminé avant imputation des réductions, crédits d'impôt et créances fiscales de toute nature.

Régime des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions du troisième alinéa de l'article 219-I a du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation de sociétés à prépondérance immobilière cotées définies au a sexies-0 *bis* de l'article 219 précité et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont imposées au taux de 19%, augmenté, le cas échéant, des contributions de 3,3% et de 5% évoquées *supra*.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application du troisième alinéa de l'article 219-I a du CGI, les actions de sociétés à prépondérance immobilière cotées revêtant ce caractère sur le plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI, si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable et à l'exception, notamment, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2011,

des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme afférentes à des titres de sociétés à prépondérance immobilière cotées obéissent à des règles spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal pour déterminer les règles qui leur sont applicables.

Régime spécifique prévu par l'article 219-I a *septies* du CGI

Par dérogation aux règles décrites ci-dessus, l'attention des porteurs d'actions Foncière Masséna personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés est attirée sur le fait qu'en application des dispositions de l'article 219-I a *septies* du CGI la moins-value qui résulte de la cession, au cours d'un exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2012, de titres de participation, y compris de titres de sociétés à prépondérance immobilière cotées répondant à la définition fiscale des titres de participation, détenus depuis moins de deux ans est placée en report de déduction lorsqu'il existe des liens de dépendance au sens de l'article 39, 12 du CGI entre l'entreprise cédante et la cessionnaire.

Le report de déduction prend fin si, avant l'expiration d'un délai de deux ans, les titres sont cédés à une entreprise non liée à la cédante. Il en est de même en cas de rupture des liens de dépendance entre la cédante et la cessionnaire, d'absorption de la société dont les titres ont été cédés (sauf si l'absorbante est liée à la cédante ou le devient à cette occasion), ou si la cédante cesse d'être soumise à l'impôt sur les sociétés ou est absorbée par une entreprise qui, à l'issue de l'opération (quel que soit son régime fiscal), n'est pas liée à la cessionnaire. La moins-value de cession qui avait été placée en report relève alors du régime de droit commun. A défaut de survenance d'un de ces événements dans le délai de deux ans, la moins-value placée en report est imputable au titre de l'exercice au cours duquel ce délai expire, et relève du régime des plus-values à long terme décrit ci-dessus.

2.6.3 Autres actionnaires

Les titulaires d'actions Foncière Masséna participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, ainsi que les non-résidents, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.6.4 Droits d'enregistrement

Jusqu'au 1^{er} août 2012, date d'entrée en vigueur de la taxe sur les transactions financières régie par l'article 235 *ter* ZD du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est, en principe, exigible en France au titre de la cession des actions d'une société dont les actions sont négociées sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte.

2.7 FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le montant maximum de l'Offre est de 2.000.926,20 euros, correspondant à l'acquisition de 146.588 actions Foncière Masséna au prix unitaire de 13,65 euros, étant précisé que la totalité des

actions Foncière Masséna apportées à l'Offre Publique de Retrait ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 250.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimé à environ 2.250.000 euros et sera financé par Masséna Property par prélèvement sur sa trésorerie disponible.

Le financement de cette Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les actifs, l'activité ou les résultats de l'Initiateur.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Ni Masséna Property, ni Foncière Masséna n'est partie à un accord ou n'a connaissance d'un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

4. INFORMATIONS RELATIVES À FONCIÈRE MASSÉNA (ARTICLE L225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)

Il n'existe aucune restriction dans les statuts de Foncière Masséna quant à l'exercice de droits de vote ou le transfert d'actions. A la connaissance de l'Initiateur et de la Société, il n'existe aucun pacte ou accord entre actionnaires de Foncière Masséna, ni (sous réserve de ce qui est indiqué dans les statuts) aucun détenteur de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

La nomination et le remplacement du gérant de Foncière Masséna se font à l'unanimité des commandités, sans que l'accord ou l'avis du conseil de surveillance ou de l'assemblée générale des actionnaires ne soit nécessaire. Les règles applicables à la modification des statuts, sont celles prévues par la loi.

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour le gérant et les membres du conseil de surveillance de Foncière Masséna en cas de démission ou révocation.

La présente Offre n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle de la Société, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce.

La structure du capital de la Société est décrite à la section 1.1.1 ci-avant.

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

L'Assemblée générale mixte convoquée le 22 mai 2012 (BALO du 16 avril 2012, bulletin n° 46) est appelée à statuer sur les autorisations financières suivantes au profit de la Gérance à l'effet de :

- décider de l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription ;
- décider de l'émission d'actions et /ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription ou dans le cadre d'une offre publique comportant une composante d'échange ;
- décider de l'émission d'actions et /ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier ;
- procéder à l'émission d'actions et /ou de valeurs mobilières, donnant accès immédiatement ou à terme, au capital de la Société, dans la limite de 10 % du capital en vue de rémunérer les apports en nature consentis à la Société ;
- augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires ;
- déterminer le prix d'émission des actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital, sans droit préférentiel de souscription, dans la limite de 10 % du capital social ;
- augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes d'émission, fusion ou apport ou autres dont la capitalisation serait admise.

L'Assemblée générale mixte du 22 mai 2012 est appelée à statuer sur une limitation globale du montant des émissions qui seraient décidées en vertu des autorisations financières susvisées :

- à un montant de 80 millions d'euros pour le montant nominal maximal des augmentations de capital social, immédiates et/ou à terme, susceptibles d'être réalisées en vertu des autorisations financières susvisées, et
- à un montant de 240 millions d'euros pour le montant nominal maximal des titres de créances susceptibles d'être émis en vertu des autorisations financières susvisées.

En outre, l'Assemblée générale mixte du 22 mai 2012 est appelée à statuer sur une autorisation à consentir à la Gérance à l'effet de :

- opérer sur les actions de la Société,
- réduire le capital social par annulation d'actions acquises en application des programmes de rachat d'actions.

5. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre fixé à 13,65 euros par action Foncière Masséna (coupon du dividende 2011 de 0,38 euro par action détaché) figurant ci-après ont été préparés par CM-CIC Securities, établissement présentateur de l'Offre, pour le compte de la société Masséna Property.

Le prix de l'Offre s'analyse au regard d'une valorisation multicritères de Foncière Masséna, reposant sur les méthodes usuelles de valorisation appliquées pour une société foncière.

5.1 MÉTHODES D'ÉVALUATION RETENUES

La détermination de la valeur s'est appuyée sur les méthodes suivantes :

A titre principal :

- l'actif net réévalué (« **ANR** ») au 31 décembre 2011, en tant que valorisation intrinsèque,
- l'analyse des cours de bourse de Foncière Masséna.

A titre de recoupement :

- l'application des multiples observés sur une sélection de sociétés cotées du secteur des foncières.

5.2 MÉTHODES ÉCARTÉES

Les méthodes suivantes, qui ne sont pas adaptées au cas traité ici, ont été écartées :

- actif net comptable (ANC),
- actualisation des dividendes futurs,
- actualisation des flux futurs de trésorerie,
- apports faits en 2010,
- et références à des transactions comparables.

5.2.1 Actif net comptable (ANC)

La Société comptabilise ses actifs immobiliers au coût historique, ce qui ne reflète pas la valeur actuelle de ses actifs.

A titre d'information, au 31 décembre 2011, avant affectation des résultats, la valeur des fonds propres comptables de Foncière Masséna était de 498,5 millions d'euros, soit 11,18 euros par action, sur la base de 44 584 377 actions à cette date.

5.2.2 Actualisation des dividendes futurs

La méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs consiste à estimer la valeur des fonds propres d'une société en actualisant la série des flux futurs de dividendes perçus par tous les actionnaires.

Cette méthode peut être décorélée de la capacité bénéficiaire de la Société, comme l'a montré la distribution de 0,38 euro au titre de l'exercice 2010, prélevée en totalité sur le poste « prime d'émission, fusion, apport », la Société ayant dégagé une perte sur l'exercice 2010. Concernant la proposition de dividende faite au titre de l'exercice 2011 de 0,38 euro par action, une partie de ce dividende sera prélevée sur la prime d'émission. Par conséquent, cette méthode n'est pas pertinente et n'a pas été retenue.

5.2.3 Actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'actif économique d'une société par actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Cette méthode est ici redondante avec les méthodes retenues par les experts immobiliers pour aboutir à la valeur d'expertise du patrimoine retenue dans le calcul de l'ANR.

5.2.4 Apports d'actifs effectués en 2010

Une entité du Groupe des ACM qui contrôle la Société a apporté à la Société un ensemble immobilier situé en région parisienne d'une valeur nette globale de 13,8 millions d'euros. Cet apport entériné lors de l'assemblée générale extraordinaire du 21 décembre 2010 a donné lieu à l'émission de 1 059 615 nouvelles actions au prix unitaire de 13 euros. La dilution de 2,4% engendrée par cet apport est non significative et c'est pourquoi cette opération est écartée des références de la présente valorisation multicritères.

Pour information, il est à noter que le traité d'apport relatif à cette opération indique que le prix de 13 euros était en ligne avec l'ANR par action de commanditaire (dit ANR dilué en cas de suppression du statut de société en commandite par actions) mis à jour à la date de l'apport (soit 12,92 euros avant mise en juste valeur des dettes depuis le 30 juin 2010). Ce prix d'émission se situait en-deçà de l'ANR par action non dilué qui était de 13,12 euros.

5.2.5 Multiples appliqués dans le cadre de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer les multiples observés lors de transactions de même nature intervenues dans le même secteur d'activité. Sont observées ici uniquement les offres publiques suivies d'un retrait obligatoire réalisées depuis 2010.

La validité de cette méthode reste cependant limitée du fait de la différence de typologie des actifs immobiliers concernés et des conjonctures différentes suivant les périodes concernées.

Sont résumées ci-après les informations concernant quatre offres publiques suivies d'un retrait obligatoire portant sur des foncières : Compagnie La Lucette (mars 2010), Gecimed (juin 2011), Aldeta (septembre 2011) et Docks Lyonnais (janvier 2012) :

Synthèse des offres publiques suivies d'un retrait obligatoire sur des foncières

	Compagnie la Lucette	Gecimed	Aldeta	Docks Lyonnais
Date de dépôt de l'offre	5.03.2010	1.06.2011	7.09.2011	6.01.2012
Capitalisation boursière avant annonce	209 M€ (le 9 déc. 2009)	414 M€ (le 16 mai 2011)	267 M€ (le 2 sept. 2011)	123 M€ (le 5 janv. 2012)
Date de la déclaration de conformité	23.03.2010	21.06.2011	22.09.2011	31.01.2012
Pourcentage du capital visé	5,50%	0,75%	0,03%	5,77%
Prix d'offre	10,08 euros	2,06 euros	11,95 euros	50,53 euros
Montant de l'offre	14,6 M€	2,6 M€	0,08 M€	11,6 M€
Dernier ANR publié le	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011	30.06.2011

ANR publié par la société (hors droits)	10,08 euros	1,47 euro (ex-coupon)	9,27 euros	50,53 euros
Prix d'offre / ANR publié	équivalent	+40,1%	+28,9%	équivalent
Prix d'offre / Dernier cours	-2,1%	-9,6%	+18,2%	+64,0%

Source : sociétés, AMF.

Au-delà des différences du patrimoine détenu, il est à noter que le dernier cours de Gecimed présentait une forte prime par rapport à l'ANR hors droits publié par la société. Ainsi, l'offre sur Gecimed s'est faite très au-dessus de l'ANR. Concernant Aldeta, les opérations précédentes (acquisition de bloc de contrôle en juin 2010 et garantie de cours en novembre 2010) prenaient pour référence l'ANR y compris droits, aussi l'offre de retrait obligatoire est en ligne avec l'ANR de reconstitution en date de juin 2011 et présente une prime par rapport à l'ANR de liquidation au 30 juin 2011. Enfin les offres sur Compagnie La Lucette et Docks Lyonnais se sont faites à l'ANR hors droits publié par les sociétés. Pour ces 4 offres publiques, le prix proposé dans le cadre du retrait obligatoire a été égal ou supérieur au dernier ANR hors droits publié par les sociétés ; en appliquant ces observations hétérogènes à Foncière Masséna, la valorisation implicite serait encadrée entre 13,65 euros et 19,28 euros par action ex-coupon.

5.3 HYPOTHÈSES RETENUES ET SOURCES D'INFORMATION

5.3.1 Principaux éléments de référence

L'évaluation a été réalisée à partir des principaux documents et éléments suivants :

- les comptes sociaux audités de l'exercice 2011 et les communiqués publiés en 2012 sur l'ANR au 31 décembre 2011 ;
- les rapports des experts immobiliers sur la valeur du patrimoine en date du 31 décembre 2011 et les rapports de l'expert indépendant calculant l'ANR à chaque semestre (dont celui portant sur le calcul du 31 décembre 2011) ;
- des entretiens de diligence au cours du deuxième trimestre 2012 qui ont permis d'analyser (i) les éléments spécifiques liés au statut de la société en commandite par actions, (ii) les méthodes de valorisation du patrimoine appliquées par les experts immobiliers et (iii) les orientations en matière de politique d'acquisitions et de cessions.

5.3.2 Sources d'informations extérieures

Pour calculer les séries de cours de bourse, ont été prises en compte les statistiques des cours pondérés des volumes traités en séances (selon Bloomberg) arrêtées à deux dates (25 avril 2012 avant annonce et jusqu'au 10 mai 2012). Ont également été prises en compte les publications des sociétés cotées analysées et les documents d'information visés par l'AMF.

5.4 MÉTHODES RETENUES À TITRE PRINCIPAL

5.4.1 L'Actif net réévalué au 31 décembre 2011

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) est la méthode d'évaluation privilégiée pour une foncière et s'appuie sur les travaux d'évaluation menés par les experts immobiliers mandatés par la Société pour apprécier son patrimoine à chaque semestre. Pour les immeubles de bureaux et d'habitation, ces travaux sont menés par : BNP Paribas Real Estate Valuation France, Expertises

Galtier et Foncier Expertise. Pour les immeubles à usage principal commercial, il s'agit de Cushman & Wakefield et de The Retail Consulting Group.

Dans son document de référence, la Société indique que les experts immobiliers utilisent les méthodes suivantes : méthode de la capitalisation du revenu sur la base d'un taux de rendement de marché et comparaison avec des valeurs au mètre carré d'actifs analogues (observées lors de transactions suivant la classe d'actifs). La valeur finale retenue par l'expert immobilier correspond en général à la moyenne des méthodes mises en œuvre. Dans le cas de la valorisation des baux à construction, la méthode dite de l'annuité est retenue pour des baux à maturité inférieure à 50 ans. Des expertises complètes sont réalisées tous les cinq ans, et des actualisations ont lieu tous les semestres. Les actifs sont visités au moins tous les cinq ans, plus souvent si l'évolution des biens le nécessite.

Sur la base des dernières publications faites début mars 2012 sur la clôture des comptes annuels de l'exercice 2011, la juste valeur à dire d'experts s'établit à 1036,4 millions au 31 décembre (y compris VEFA). L'évolution sur un an de 13,4% de la valorisation du patrimoine de la Société est due d'une part à l'intégration de 4 acquisitions pour un montant global hors droits de près de 80 millions d'euros et à la revalorisation du patrimoine à périmètre constant pour 4,7%. Les taux moyens de capitalisation ont été abaissés par rapport à 2010 : 30 points de base globalement à 6,0% dont 20 points de base sur les bureaux, 30 pb sur l'habitation et 20 pb sur les commerces.

Evaluation du patrimoine immobilier hors droits par catégorie d'actifs

Par affectation principale des immeubles (y compris VEFA)	Au 31.12.2011	Evolution apparente	Evolution à périmètre constant	Taux de capitalisation moyen
Bureaux	550,6	+ 19,9%	+ 2,5%	6,5%
Habitation	364,9	+ 7,6%	+7,6%	4,7%
Commerces	119,1	+ 4,5%	+4,5%	8,1%
Autres	1,8	+ 15,9%	+15,9%	6,8%
Total	1036,4	+ 13,4%	+4,7%	6,0%

Source : Société

L'ANR par action (« ANR non dilué ») est publié après mise en juste valeur du patrimoine immobilier, des autres actifs (titres autodétenus, valeurs mobilières de placement) et des dettes financières et déduction faite de la fiscalité latente. Toutefois, cet ANR triple net est publié avant affectation du résultat annuel, donc avant affectation : (i) de la partie statutaire des résultats revenant chaque année aux commandités, (ii) du dividende versé aux actionnaires commanditaires. Cette correction est faite dans le tableau qui suit.

Les plus ou moins-values latentes avant fiscalité latente estimées à 174,9 millions d'euros au 31 décembre 2011 proviennent pour 133,0 millions d'euros des 29 biens dépassant une valorisation de 10 millions d'euros avec des plus-values importantes notamment sur les biens à usage résidentiel.

Actif net réévalué corrigé (après affectation des résultats aux commandités et après détachement du dividende aux commanditaires)

	Au 31.12.2011	Au 30.12.2010
Capitaux propres (M€)	498,467	499,736
Valeur du patrimoine hors VEFA en cours (M€)	1015,218	892,720
Valeur comptable du patrimoine (M€)	-840,291	-763,378
Plus ou moins-value latente sur patrimoine (M€)	174,927	129,342
Plus ou moins-value latente sur VMP (M€)	0,002	0,003
Plus ou moins-value latente sur titres autodétenus (M€)	-0,005	0,002
Mise en valeur de marché de la dette (M€)	-2,521	-2,257
Charges à répartir (M€)	-0,090	-0,100
Imposition latente sur correction de valeurs (M€)	-43,868	-28,720
ANR hors droits (M€)	626,912	598,006
Nombre d'actions (millions)	44,584377	44,584377
ANR hors droits par action (€)	14,06	13,41
Prélèvement de 10% versés aux associés commandités (M€)	-1,567	0,000 (a)
ANR hors droits corrigé ante-coupon par action (€)	14,03	13,41
Distribution aux actionnaires commanditaires (M€)	-16,942	-16,942
ANR hors droits corrigé ex-coupon par action (€)	13,65	13,03

Source : Société.

(a) Aucun prélèvement du fait de la perte sociale dégagée en 2010.

L'ANR retenu est un actif net réévalué après déduction de la part des résultats due aux commandités (l'« **ANR Hors Droits Corrigé** »). L'ANR Hors Droits Corrigé s'élève à 14,03 euros par action au 31 décembre 2011. Après détachement du dividende de 0,38 euro par action proposé aux commanditaires au titre de l'exercice 2011, l'ANR Hors Droits Corrigé et ex-coupon s'élève à 13,65 euros par action.

Concernant l'environnement sectoriel, il est à noter que la tendance a commencé à s'inverser au cours du deuxième semestre 2011 pour plusieurs foncières, avec un léger recul de leur ANR entre le 30 juin 2011 et le 31 décembre 2011³. Pour les 12 prochains mois, l'environnement économique et financier, avec une nouvelle aggravation de la situation des dettes souveraines dans les pays de la zone euro et une révision à la baisse de la prévision de PIB en France, pourrait conduire à une nouvelle dégradation des ANR dans leur ensemble. Concernant l'évolution à venir des ANR, des études publiées récemment anticipent une dégradation de la valorisation pour les semestres à venir. Dans sa note du premier trimestre 2012 concernant l'investissement en immobilier commercial en France, CBRE⁴ note un relèvement des taux de rendement entre janvier 2012 et

³ Retrait de 1,9% de l'ANR « triple net » sur Eurosic, de 1,7% sur Foncière des Murs, de 1,6% sur Foncière des Régions, de 0,5% sur Gecina et de 0,8% sur Société de la Tour Eiffel, entre juin et décembre 2011.

⁴ Note publiée en avril 2012 CBRE Market View Investissement France (1er trimestre 2012).

avril 2012 (minima de 4,75% à comparer à 4,50% précédemment pour les bureaux « prime » situés en Quartier de Centre d'Affaires à Paris et fourchette de 5,95% à 8,0% pour les bureaux en régions contre une fourchette précédente de 5,75% à 8,0%). Concernant les perspectives de l'immobilier résidentiel, Standard & Poor's⁵ prévoit une contraction du crédit immobilier de 20% en 2012 en France qui entraînera une contraction de 15% des prix des actifs d'ici la fin de l'année 2013. Les statistiques de la Banque de France présentent un recul de 26% des crédits immobiliers en France au premier trimestre 2012 et le mois d'avril est en baisse de près de 16%.

Le prix de l'Offre de 13,65 euros par action (coupon 2011 détaché) est aligné sur l'ANR au 31 décembre 2011, sans prendre en compte l'actuelle dégradation de l'environnement sectoriel.

5.4.2 Analyse du cours de bourse

Les actions Foncière Masséna sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (Compartiment B). Au 25 avril 2012, sur la base de 44 584 377 actions composant le capital, le flottant est estimé à 0,35%.

Analyse de la liquidité de l'action Foncière Masséna sur 12 mois jusqu'au 25 avril

Périodes	Cumul des capitaux échangés (M€)	Cumul des actions échangées (unité)	Rotation du flottant (%)
Sur 1 mois	0,0	395	0,3%
Sur 3 mois	0,1	7 932	5,1%
Sur 6 mois	0,1	13 701	8,9%
Sur 12 mois	0,3	23 230	15,0%

Source : volumes traités en séances sur 1 an jusqu'au 25 avril 2012 (selon Bloomberg).

A la date du 25 avril 2012, les volumes quotidiens moyens à Paris sur les 12 et 3 derniers mois sont respectivement de 90 titres et 126 titres. Malgré la faiblesse des volumes d'échange sur l'action, en raison d'un flottant étroit (faible rotation du flottant sur 12 mois : 15%), nous analysons le cours de bourse pour apprécier la pertinence du prix proposé.

Deux périodes sont observées : (i) 12 mois jusqu'au 25 avril 2012, date de l'annonce après clôture du projet d'Offre au prix de 13,65 euros par action (coupon détaché) ; (ii) 12 mois jusqu'au 10 mai 2012 (intégrant la période de préoffre à compter du 26 avril 2012 avec des cours affectés par l'annonce).

Au 25 avril 2012, le cours de bourse de l'action Foncière Masséna a progressé de 7,3% depuis le début de l'année, alors que la progression de l'indice Euronext IEIF SIIC France était de 7,1%. Par ailleurs sur 1 an, le cours de bourse de l'action Foncière Masséna n'a baissé que de 1,6%, tandis que l'indice perdait 15,7%.

⁵ Note publiée en avril 2012 Standard & Poor's « Global Credit Portal ».

***Analyse des cours de bourse jusqu'au 25 avril 2012 de Foncière Masséna (ex-coupon)
et prime par rapport au prix d'Offre***

Périodes	Foncière Masséna ex-coupon (en euros)	Offre à 13,65 euros Prime de l'Offre
Dernier cours au 25 avril 2012	11,43	+19,4%
Cours moyen pondéré sur 1 mois	11,42	+19,5%
Cours moyen pondéré sur 3 mois	11,04	+23,7%
Cours moyen pondéré sur 6 mois	10,55	+29,3%
Cours moyen pondéré sur 12 mois	10,77	+26,7%
Cours plus haut sur 12 mois	11,82	+15,5%
Cours plus bas sur 12 mois	9,62	+41,9%
Moyenne	10,95	+24,6%

Source : cours pondérés des volumes traités en séances (selon Bloomberg) retraités du dividende à verser le 5 juin 2012 sous condition de l'approbation par l'assemblée générale convoquée pour le 22 mai 2012.

Après l'annonce, 9161 actions ont été échangées le 26 avril 2012 et le cours de clôture s'est établi à 13,48 euros, soit une hausse de 14,1% par rapport à la veille. Entre le 26 avril et le 8 mai 2012, 11 576 actions ont été échangées avec un cours moyen pondéré des volumes de 13,20 euros par action et des extrêmes compris entre 13,11 euros et 13,48 euros.

***Analyse des cours de bourse jusqu'au 10 mai 2012 de Foncière Masséna (ex-coupon)
et prime par rapport au prix d'Offre***

Périodes	Foncière Masséna ex-coupon (en euros)	Offre à 13,65 euros Prime de l'Offre
Dernier cours au 8 mai 2012	12,93	+5,6%
Cours moyen pondéré sur 1 mois	12,82	+6,5%
Cours moyen pondéré sur 3 mois	12,15	+12,4%
Cours moyen pondéré sur 6 mois	11,68	+16,8%
Cours moyen pondéré sur 12 mois	11,45	+19,2%
Cours plus haut sur 12 mois	13,10	+4,2%
Cours plus bas sur 12 mois	9,62	+41,9%
Moyenne	11,96	+14,1%

Source : cours pondérés des volumes traités en séances (selon Bloomberg) retraités du dividende à verser le 5 juin 2012 sous condition de l'approbation par l'assemblée générale convoquée pour le 22 mai 2012.

Le prix de l'Offre de 13,65 euros par action (coupon détaché) extériorise une prime de 19,4% sur le cours du 25 avril 2012 (dernier cours avant période de préoffre, retraité du coupon) et une prime de 23,7% sur la moyenne des cours pondérés des volumes sur les trois derniers mois avant annonce.

5.5 MÉTHODE RETENUE À TITRE DE RECOUPEMENT : MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

La méthode d'évaluation par les multiples boursiers consiste à constituer un échantillon de sociétés françaises cotées ayant des caractéristiques comparables à celles de la Société. Il a été établi un échantillon constitué de sociétés foncières, dont les caractéristiques sont toutefois divergentes.

La répartition du patrimoine réévalué a été étudiée, en écartant les sociétés ayant une activité importante hors de France, en écartant les foncières spécialisés dans les centres commerciaux, l'activité de commerces exercée par Foncière Masséna étant très diversifiée. Parmi les foncières retenues, certaines ont une activité en immobilier d'habitation en France (c'est à ce titre en particulier que sont retenues ANF-Immobilier et Gecina dont près d'un tiers de leur patrimoine réévalué est dans le segment habitation, comme Foncière Masséna).

Les sociétés retenues publient un ANR triple net au 31 décembre 2011 ; toutefois pour les autres indicateurs (résultats nets récurrents et cash flow courant après fiscalité), peu de sociétés les publient au titre de l'exercice 2011 ce qui rend difficile l'exploitation de ces données qui ont été écartées.

Aucun critère de sélection en matière de taille de sociétés (patrimoine) n'a été utilisé. Les capitalisations boursières vont de plus de 200 millions d'euros à 4,7 milliards d'euros, avec des flottants au 31 décembre 2011 allant de 3,4% à 90,0%. Il est rappelé ici que toutes les sociétés retenues bénéficient de l'option fiscale d'exonération d'impôts dans le cadre du régime SIIC (à l'inverse de Foncière Masséna qui est sortie définitivement de cette option à la fin de l'exercice 2010, ce qui implique une fiscalité latente importante prise en compte dans la publication de son ANR).

L'échantillon comprend sept sociétés : ANF-Immobilier, Eurosic, Foncière des Murs, Foncière des Régions, Gecina, Société Foncière Lyonnaise, Société de la Tour Eiffel.

Le tableau ci-dessous présente les caractéristiques boursières des sociétés au 25 avril 2012 :

Evolution boursière et rotation des flottants des sociétés sélectionnées

	Performance depuis début d'année	Performance sur 1 an	Rotation du flottant sur 1 an	Flottant / Capital au 31.12.2011
ANF-Immobilier	+20,4%	-4,2%	38%	34,0%
Eurosic	-0,4%	+1,0%	98%	3,4%
Foncière des Murs	-4,0%	-19,6%	23%	9,7%
Foncière des Régions	+18,4%	-20,7%	97%	48,5%
Gecina	+7,5%	-25,9%	101%	31,0%
Société Foncière Lyonnaise	+0,7%	-16,7%	17%	6,6%
Société de la Tour Eiffel	-1,5%	-40,5%	55%	90,0%

Source : Sociétés, Factset.

Sont détaillées ci-après les principales caractéristiques des sociétés de l'échantillon sur la base des comptes annuels publiés au titre de l'exercice 2011 clos en décembre :

Caractéristiques du patrimoine et Loan to Value au 31 décembre 2011 des sociétés sélectionnées

	ANF	Eurosic	Foncière des Murs	Foncière des Régions	Gecina	Foncière Lyonnaise	Société de la Tour Eiffel	Foncière Masséna
Ratio Loan to Value (publié)	29,2%	49,5%	48,4%	49,3%	42,6%	35,5%	57,6%	36,9%
Patrimoine réévalué HD (M€)	1 650	1 727	2 949	8 984 (a)	11 792	3 086	999	1 036
Répartition par classe d'actifs								
- Bureaux	18%	85%	-	73%	56%	72%	81%	53%
- Habitations	32%	-	-	-	31%	1%	-	35%
- Commerces	19%	-	23%	-	-	24%	-	12%
- Parcs d'activité / entrepôts	-	15%	-	10%	2%	-	14%	-
- Hôtellerie	31%	-	54%	-	2%	-	-	-
- Santé	-	-	14%	-	9%	-	5%	-
- Autres	-	-	9%	17% (b)	-	3%	-	-
Répartition par région				(c)				
- Région parisienne	-	76%	30%	50%	86%	100%	54%	63%
- Province	100%	24%	55%	16%	13%	-	46%	36,5%
- Europe	-	-	15%	34%	1%	-	-	0,5%

Source : sociétés, Factset ; pour Foncière des Régions : (a) part du groupe, (b) murs d'exploitation pour 9% et participations pour 8%, (c) répartition publiée uniquement pour le segment bureaux.

Ratios de valorisation des sociétés de l'échantillon

Sociétés	Capitalisation Moyenne 3 mois (en M€)	Cours moyen 3 mois (en euros)	ANR 2011 triple net (en euros)	Décote Cours / ANR (en %)
ANF-Immobilier	837	30,1	40,8	-26%
Eurosic	681	29,8	35,46	-16%
Foncière des Murs	1 192	18,6	22,6	-18%
Foncière des Régions	3 095	56,3	73,6	-23%
Gecina	4 679	74,7	101,7	-27%
Foncière Lyonnaise	1 624	34,9	42,8	-18%
Société de la Tour Eiffel	234	40,8	69,2	-41%
MOYENNE (7 sociétés)				-24%

Source : sociétés, FactSet.

Sur la base de la moyenne des cours sur les 3 derniers mois (au 25 avril 2012), cet échantillon présente une décote moyenne de 24% sur l'ANR triple net par action de décembre 2011, avec une fourchette comprise entre 16% et 41%. En appliquant cette moyenne de 24% à l'ANR de Foncière Masséna, la valorisation implicite serait de 10,63 euros par action, soit 10,25 euros ex-coupon.

Le prix de l'Offre de 13,65 euros par action (coupon détaché) fait apparaître une prime de 33,1% par rapport à cette valeur implicite découlant des décotes sur ANR des foncières retenues.

5.6 SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE DE L'ACTION

Le tableau ci-après présente les fourchettes d'évaluation obtenues par les différentes approches et les niveaux de prime/décote induits par le prix de l'Offre de l'action (coupon détaché).

Méthodes retenues	Borne basse (en euros)	Borne haute (en euros)	Cours / Valorisation moyenne (en euros)	Prime / (Décote) induite de l'Offre sur borne basse (en %)	Prime/ (Décote) induite de l'Offre sur borne haute (en %)	Prime/ (Décote) induite de l'Offre sur moyenne (en %)
Méthodes retenues à titre principal						
ANR au 31 décembre 2011 (hors droits corrigé ex-coupon)			13,65			0%
Analyse des cours de bourse avant annonce jusqu'au 25 avril						
Dernier cours 25 avril 2012			11,43			+19,4%
Cours moyen pondéré (1 mois)			11,42			+19,5%
Cours moyen pondéré (3 mois)			11,04			+23,7%
Cours moyen pondéré (6 mois)			10,55			+29,3%
Cours moyen pondéré (12 mois)			10,77			+26,7%
Cours plus haut sur 12 mois			11,82			+15,5%
Cours plus bas sur 12 mois			9,62			+41,9%
Moyenne			10,95			+24,6%
Analyse des cours de bourse actuels jusqu'au 10 mai						
Dernier cours 8 mai 2012			12,93			+5,6%
Cours moyen pondéré (1 mois)			12,82			+6,5%
Cours moyen pondéré (3 mois)			12,15			+12,4%
Cours moyen pondéré (6 mois)			11,68			+16,8%
Cours moyen pondéré (12 mois)			11,45			+19,2%
Cours plus haut sur 12 mois			13,10			+4,2%
Cours plus bas sur 12 mois			9,62			+41,9%
Moyenne			11,96			+14,1%
Méthode retenue à titre de recoupement						
Multiples des sociétés cotées						
Prime / (Décote) ANR publié	7,89	11,41	10,25	+72,9%	+19,6%	+33,1%

Source : sociétés, Factset, Bloomberg.

En synthèse, le prix de l'Offre de 13,65 euros par action (coupon détaché) est aligné sur l'actif net réévalué. De plus, ce prix d'Offre présente une prime de 23,7% sur la moyenne des cours pondérés des trois derniers mois avant annonce le 25 avril 2012 de l'intention de déposer l'Offre, et une prime de 33,1% sur les multiples des sociétés cotées comparables.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, Foncière Masséna a mandaté le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, 2 avenue Hoche, 75008 Paris, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

L'expert indépendant a confirmé que le prix de 13,65 euros par action Foncière Masséna (coupon 2011 détaché) que Masséna Property propose dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Foncière Masséna.

L'intégralité de son rapport est reproduite ci-dessous :

« Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre ») initiée par la société Masséna Property (l'« Initiateur ») sur les actions ordinaires de la société Foncière Masséna (la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance de la société Foncière Masséna le 17 avril 2012, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'initiateur aux actionnaires de la société Foncière Masséna.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans la perspective du retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Foncière Masséna s'établit à 13,65 euros par action, coupon 2011 de 0,38 euros détaché.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Foncière Masséna, sans avoir la responsabilité de les valider.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

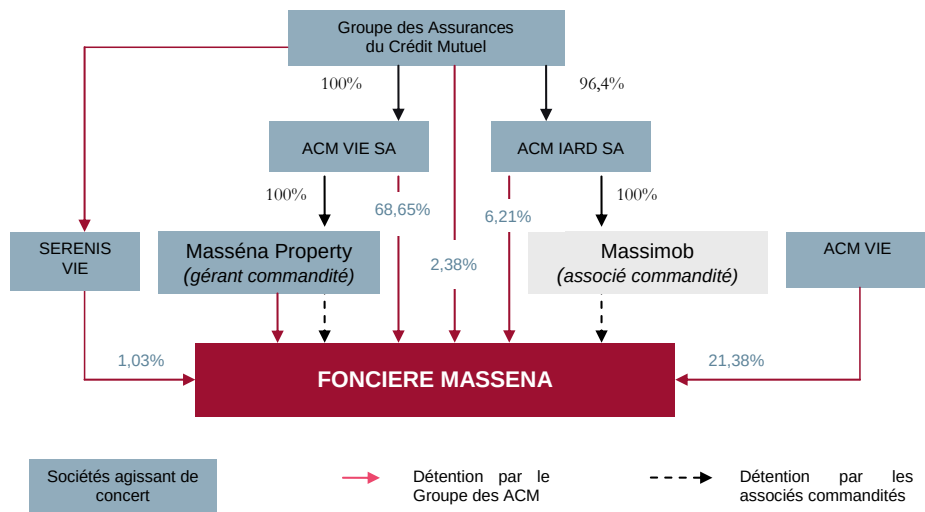
1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.11. Présentation de la société initiatrice

Masséna Property est une société par actions simplifiée au capital de 2 547 550 euros immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Strasbourg sous le numéro 438 390 841. Ses titres sont intégralement détenus par des sociétés du groupe des Assurances du Crédit Mutuel (ci-après le « Groupe des ACM »).

Masséna Property est l'un des associés commandités et le gérant de la société Foncière Masséna.

Organigramme au 30 avril 2012



source : document de référence Foncière Masséna 2011

1.12. Présentation de la Société objet de l'Offre

Foncière Masséna est une société en commandite par actions au capital de 185 025 164,55 euros divisé en 44 584 377 actions de 4,15 euros de valeur nominale, admises aux négociations sur le Compartiment B d'Euronext Paris et 100 parts sociales détenues par les associés commandités (Masséna Property, gérant, et Massimob).

Eléments juridiques

Foncière Masséna a été transformée en commandite par actions en 2004. Les sociétés Masséna Property et Massimob, sont devenues associés commandités et Masséna Property a été désignée en qualité de gérant de la Société.

Les statuts de la société Foncière Masséna précisent notamment que :

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

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

surveillance de la Société ainsi que la majorité des commandités ont émis un avis favorable sur l'offre en question ».

- de « plein droit pour toute personne qui serait encore titulaire d'un statut d'associé commandité le 24 mai 2019 » ;

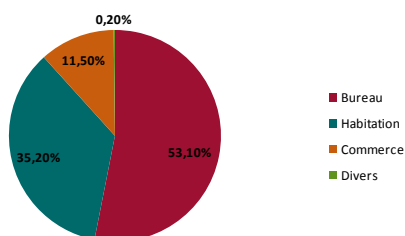
La survenance d'un cas de perte du statut de commandité est qualifiée de « Fait Générateur ».

Le gérant, Masséna Property, perçoit une rémunération fixée par les statuts. Les associés commandités (Masséna Property, gérant, et Massimob) ont droit à 10% du bénéfice de l'exercice, qu'ils soient gérant ou non.

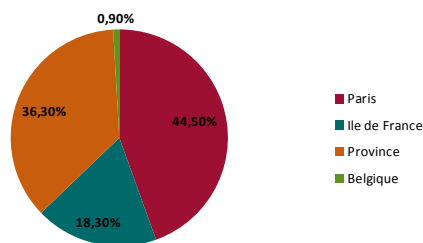
Activité et éléments financiers clefs

Foncière Masséna est une société foncière spécialisée dans l'acquisition, la détention à long terme, le développement et l'arbitrage d'actifs immobiliers. Son patrimoine immobilier s'élève à 1 036 M€ au 31 décembre 2011, réparti comme suit :

Répartition du patrimoine par activité (en valeur)



Répartition du patrimoine par zone géographique (en valeur)



L'essentiel des actifs commerciaux était déjà détenu par Foncière Masséna lors de la prise de contrôle par les ACM, intervenue fin 2006. La majeure partie des immeubles de bureaux et d'habitation proviennent d'un apport consenti par les ACM en 2007. Depuis lors, le patrimoine a été complété par l'acquisition de plusieurs actifs de bureaux.

Les immeubles loués au groupe CM-CIC représentent 10% de la valeur locative de l'ensemble du patrimoine (soit environ 6 millions d'euros en 2011) et sont gérés par Masséna Property. La gestion des autres actifs est externalisée.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2011 s'élève à 59,3 M€, pour un résultat net de 15,7 M€ (soit 0,35 euro par action).

Le ratio Loan to Value (dette / valeur du patrimoine, ci-après « LTV ») s'élève à 36,9 % au 31 décembre 2011.

La Société avait opté pour le régime SIIC en janvier 2005. Le groupe des ACM détenant plus de 99% du capital, la société Foncière Masséna a vu ce régime suspendu au 1er janvier 2010. Elle en est sortie définitivement au 31 décembre 2010, ce qui a entraîné le paiement des impôts et taxes liés.

1.2 Contexte et termes de l'Offre

En octobre 2006, deux sociétés du groupe des ACM ont acquis la totalité du capital des deux associés commandités Massimob et Masséna Property. Cette dernière, devenue filiale à 100 % de la société ACM Vie SA, a par ailleurs acquis environ 80 % du capital de la Société. Conformément à la réglementation boursière, Masséna

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Property a lancé une offre publique d'achat simplifiée du 22 décembre 2006 au 9 janvier 2007 inclus, au prix de 12,50 euros par action.

A l'issue de cette offre, les actions de Foncière Masséna étaient détenues à 98,43% par la société Masséna Property.

En juin 2007, Foncière Masséna a bénéficié de l'apport par les sociétés du groupe des ACM d'un patrimoine immobilier d'une soixantaine d'immeubles d'habitation et de bureaux (valeur d'apport : 458,5 M€). A l'issue de cette opération d'apport, le groupe des ACM détenait près de 99 % du capital.

En 2010, Foncière Masséna a bénéficié de l'apport d'un immeuble de bureaux.

Suite à ces opérations, et à la date du présent rapport, les sociétés du Groupe des ACM agissant de concert, parmi lesquelles Masséna Property, détiennent 44 429 235 actions de la société Foncière Masséna représentant 99,65% du capital (dont 10 actions détenues directement par l'Initiateur).

Dans un communiqué de presse publié le 25 avril 2012 postérieurement à la clôture du marché, la société Masséna Property a fait part de son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Foncière Masséna.

L'Offre étant lancée par l'un des associés commandités, elle ne constitue pas un Fait Générateur, tel que défini par les statuts de la Société et rappelé ci-avant.

2. DECLARATION D'INDEPENDANCE

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Nous sommes intervenus en décembre 2006 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la précédente offre publique initiée par la société Masséna Property sur les actions de la société Foncière Masséna (2006), ainsi qu'en qualité de commissaire aux apports lors de l'apport intervenu en 2007. Ces missions, étant intervenues il y a plus de 24 mois, ne sont pas de nature à remettre en cause notre indépendance.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec la banque présentatrice de l'Offre, au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.

A titre informatif, figure en annexe 2, la liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie au cours des deux dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Ricol Lasteyrie 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 dans le cadre de la présente mission.

3. DILIGENCES EFFECTUEES

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation de la société Foncière Masséna ;*
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information conjointe.*

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2011. En particulier, nous avons vérifié que les comptes de la Société au 31 décembre 2011 avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la Société et ses conseils juridiques et financiers tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- l'activité de la Société et son évolution ;*
- les perspectives de développement de la Société à moyen et long terme.*

Eu égard à l'activité de foncière de la société Foncière Masséna, nous avons procédé à une analyse de son actif net réévalué. Dans ce cadre, nous avons en particulier :

- pris connaissance du rapport émis par l'expert indépendant chargé, selon les dispositions statutaires de la Société, d'apprécier la Valeur de Référence et l'Actif Net Réévalué par Action pour le Commanditaire, tels que définies dans lesdits statuts. A ce titre, l'expert a déterminé l'Actif net Réévalué par action au 31 décembre 2011 ;*
- examiné un échantillon d'expertises immobilières dont nous avons eu communication.*

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de CM-CIC Securities, banque présentatrice de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information de l'initiateur. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants de la banque à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE FONCIERE MASSENA

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de la banque présentatrice nous ont été communiqués en cours de mission.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

4.11. Méthode de l'actif net comptable (ANC)

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

Rappelons par ailleurs que la société Foncière Masséna n'a pas de filiale et n'établit en conséquence pas de comptes consolidés. Dans les comptes sociaux, les actifs immobiliers sont enregistrés en valeur historique et amortis.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Pour mémoire, l'actif net comptable de la société Foncière Masséna ressort à 498,5 M€ au 31 décembre 2011 soit une valeur par action égale à 11,18 euros (10,80 euros coupon détaché).

4.12. Rendement

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

Eu égard à l'abandon récent de ce statut, la politique de distribution de dividende pourra être substantiellement modifiée.

Cette méthode a en conséquence été disqualifiée.

4.13. Actualisation des flux de trésorerie

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

Au cas présent, la société n'entend pas développer son patrimoine. Dans ce contexte, elle n'établit pas de plan prévisionnel.

En tout état de cause, une actualisation des flux de trésorerie sur un patrimoine stable s'apparentera à une simple actualisation de loyers, soit une méthode proche de celle retenue par les experts immobiliers pour déterminer l'actif net réévalué.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- l'ANR ;*
- le cours de bourse ;*
- les transactions comparables (opérations de marché) ayant récemment concerné des sociétés foncières ;*
- une méthode analogique, par référence à un échantillon de sociétés cotées comparables.*

A titre indicatif, nous présentons également les transactions récentes intervenues sur le titre Foncière Masséna.

Nombre de titres de référence

A la date du présent rapport, Foncière Masséna détient 8 554 actions en autocontrôle (soit 0,02% du capital).

Par ailleurs, il n'existe pas d'instrument susceptible d'avoir un impact dilutif sur le nombre d'actions de référence retenu dans le cadre de nos travaux.

Celui-ci sera ainsi identique au nombre d'actions composant aujourd'hui le capital de la société Foncière Masséna, retraité de l'autocontrôle, soit 44 575 823 actions.

4.21. Actif net réévalué

Pour une société foncière, l'indicateur de valorisation de référence est l'actif net réévalué (ANR), qui fait l'objet d'une publication semestrielle par les sociétés foncières cotées. Il sert, de plus, souvent de référence aux opérations de marché sur les sociétés foncières (cf. § 4.23).

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

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

- L'article 27 précise que « l'actif net réévalué correspond au montant des capitaux propres comptables sociaux avant affectation des résultats, auxquels sont ajoutés (i) les plus ou moins values latentes sur les éléments de son actif social, en particulier sur le patrimoine immobilier et sur les titres détenus et (ii) l'impact de la mise en valeur de marché des dettes financières et des instruments financiers ».*
- La qualité d'associé commandité permet à Masséna Property et Massimob de bénéficier d'une quote-part réservée sur le bénéfice annuel de Foncière Masséna, soit 10% de celui-ci.⁶*
- La perte du statut de commandité entraînerait automatiquement une conversion des parts de commandité en actions de la société selon un ratio fondé sur l'ANR, dans des conditions définies à l'article 26 des statuts ; le calcul du ratio est confié à un expert indépendant désigné par la gérance et le conseil de surveillance.*

Actif net réévalué hors droits pour les commanditaires au 31 décembre 2011

L'actif net présenté dans l'évaluation réalisée par l'expert indépendant au 31 décembre 2011 ressort à 626 912 082 euros, soit une valeur par action de 14,06 euros.

Après affectation de la part du résultat réservée aux commandités, soit un montant de 1 566 984,25 euros correspondant à 10% du bénéfice de l'exercice 2011, l'actif net réévalué par action revenant aux commanditaires ressort à 14,03 euros. Après détachement du coupon de 0,38 euro distribuable au titre de l'exercice, l'ANR coupon détaché ressort à 13,65 euros par action, soit le prix de la présente Offre.

La structure en commandite étant maintenue, l'analyse sur une base diluée, calculée dans le cas de la perte du statut des commandités, n'est pas pertinente. A titre d'information, l'ANR ainsi déterminé ressort à 13,72 euros par action (à comparer aux 14,06 euros ci-avant).

L'ANR de Foncière Masséna au 31 décembre 2011 est en hausse de 4,7% par rapport à 2010 à périmètre constant, le patrimoine immobilier s'étant apprécié sur 2011.

Valeur des actifs immobiliers

Au 31 décembre 2011, le portefeuille de Foncière Masséna comprend 126 immeubles, parmi lesquels 34 immeubles à prépondérance de bureaux, 40 immeubles à prépondérance d'habitation, un portefeuille de commerce

⁶ Dans le calcul de l'ANR, les plus-values latentes, qui ne sont pas comptabilisées en résultat, ne sont ainsi pas diminuées de la part qui reviendra aux commandités lorsqu'elles seront réalisées.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

composé de 23 hypermarchés ou supermarchés, environ 120 boutiques réparties dans neuf galeries commerciales et une vingtaine de boutiques de moyenne surface spécialisées. La Société détient également 4 circuits automobiles.

Il convient de noter qu'à l'exception d'un immeuble en VEFA (d'une valeur de 21 millions d'euros, retenu pour son prix d'acquisition hors droits), l'ensemble du patrimoine a été expertisé, à l'exception d'un actif acquis le 30 décembre 2011.

La valeur d'expertise hors droits du patrimoine immobilier s'établit à 1 036 millions d'euros (VEFA comprise) à comparer à une valeur de 914 millions au 31 décembre 2010, soit une progression de +13,4%, liée à :

- l'acquisition de 4 actifs de bureaux pour une valeur de 79,7 millions d'euros hors droits (en mars, juin, juillet et décembre 2011) ;*
- une hausse du patrimoine immobilier de la Société de +4,7% à périmètre constant.*

Nous avons pris connaissance du tableau synthétisant les valeurs obtenues par les experts immobiliers⁷ et avons :

- effectué des contrôles de cohérence sur l'évolution de la valeur des actifs, sur les deux dernières années et par rapport à l'évolution globale du marché ;*
- procédé à une sélection d'actifs à tester, selon les critères suivants : valeurs les plus significatives et actifs présentant des variations de valeurs importantes entre les exercices 2010 et 2011. Cette sélection a été affinée de manière à ce que soit représenté au moins un actif pour chaque expert immobilier et pour chaque nature d'actif (commerce, bureau, habitation) ;*
- pour chacun des actifs sélectionnés, nous avons mis en œuvre les travaux suivants :*
 - revue de l'expertise immobilière ou de la fiche d'actualisation ;*
 - revue des méthodes de valorisation retenues par l'expert ;*
 - analyse des hypothèses de valorisation retenues par l'expert : loyers, valeurs locatives de marché, taux de rendement et prix au m² ;*
 - contrôle arithmétique des valorisations mises en œuvre par l'expert.*

Nous avons ainsi procédé à la revue de 17 expertises représentant 45% de la valeur totale du patrimoine de la Société au 31 décembre 2011.

Les travaux des experts immobiliers nous semblent cohérents dans le contexte actuel du marché immobilier, tant au niveau des méthodes de valorisation utilisées qu'au niveau des différents paramètres retenus, notamment les taux de capitalisation entre 3,25% et 11,6% selon le type de biens (taux moyen de 6,04% contre 6,25 % au 31 décembre 2010).

Il convient de rappeler que la valeur de la Société reste directement dépendante de la situation du marché immobilier des actifs détenus sur les zones géographiques concernées.

Niveau d'endettement

⁷ Les expertises des immeubles de bureaux et d'habitation sont réparties entre BNP Paribas Real Estate Valuation France, Expertises Galtier, et Crédit Foncier Expertise. Les immeubles à usage de commerce sont expertisés par Cushman & Wakefield et RCG.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Ainsi que précisé précédemment, le ratio LTV s'élève à 36,9 % au 31 décembre 2011. La dette est composée d'un compte courant accordé par la société ACM Vie SA, associée unique de Masséna Property, portant intérêt au taux Euribor 3 mois plus 0,20 et de dettes bancaires à taux fixe.

Nous observons que la mise en juste valeur de la dette a un impact de – 2,5 M€ sur l'ANR de la Société au 31 décembre 2011.

Perspectives d'évolution de l'ANR

La Société n'établit pas de prévision d'ANR, mais nous a indiqué que les tensions sur le marché et l'augmentation du taux de vacance observé, qui passe de 4,8% à 5,5% sur le premier trimestre, sont de nature à peser défavorablement sur l'évolution de son ANR au 30 juin 2012.

Une analyse des différentes études publiées récemment par les experts immobiliers permet d'observer les points suivants :

- *Concernant les Bureaux :*

L'étude publiée par Jones Lang Lasalle sur les bureaux en mars 2012 indique qu'« afin d'assurer le remplissage de leurs bureaux – en attirant de nouveaux preneurs et/ ou en sécurisant les baux en cours, les propriétaires devraient continuer d'assouplir leur politique tarifaire et leurs conditions de location ou de renégociation »

Les études publiées par CBRE pour le premier trimestre 2012 font état :

- *d'un marché locatif perturbé : « La coexistence d'une offre de qualité (immédiate et future) réduite, synonyme de tension sur les valeurs, et d'un contexte économique très pesant, synonyme d'utilisateurs défiant et âpres dans les négociations, continuera de perturber la donne au niveau des loyers. Cette antinomie devrait encore peser en faveur des utilisateurs pour un temps. Ainsi, même si les loyers faciaux « prime » pourraient se tenir à des niveaux élevés, la moyenne des loyers, elle, sera orientée à la baisse pour les mois à venir »*
- *de taux de rendement stables voire en légère progression, s'agissant en particulier des actifs QCA (passage d'une fourchette comprise entre 4,5% et 6% pour le dernier trimestre 2011 à une fourchette de 4,75% à 6,25% pour le premier trimestre 2012)*
- *Concernant l'habitat, l'étude publiée en janvier 2012 par CBRE sur les actifs résidentiels montre que le taux de rendement net immédiat pour les actifs « prime » en résidentiel a augmenté en janvier 2012 (passage de 3,5% à 3,65%) après une période de baisse ininterrompue depuis juillet 2009. Il est ainsi indiqué que : « La fin d'année 2011 aura marqué une rupture dans le cycle haussier des prix. Pour 2012, des ajustements mesurés sont à prévoir sur Paris et sa 1ère Couronne tant la pression sur la demande est présente tandis que les prix devraient entrer en phase de correction plus marquée en 2ème Couronne et dans les agglomérations de régions ».*

Par ailleurs, nous observons que l'ANR des principales foncières⁸ (échantillon élargi à Tour Eiffel et ANF, sociétés comparables à Foncière Masséna) a évolué de 0,3% entre le 30 juin et le 31 décembre 2011 contre une

⁸ Gecina, Unibail-Rodamco, Klépierre, Icade, Mercialis, Foncière Lyonnaise, Altarea, Silic, Foncière des Régions, Foncière des Murs et Eurosic.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

croissance de 2,9% (hors la société Tour Eiffel qui ne publie pas d'ANR triple net semestriel) au premier semestre de cette même année, marquant ainsi un point d'inflexion après plusieurs semestres de croissance soutenue.

Les analystes suivant les quatre sociétés considérées comme les plus comparables à Foncière Masséna (Gécina, Foncière des Régions, Tour Eiffel et ANF) anticipent par ailleurs une baisse moyenne de 7,1% de l'ANR attendu pour 2012 par rapport à 2011.

Ces éléments, corroborés par les entretiens que nous avons eus avec les experts immobiliers de la Société, confirment les indications de la Société concernant les facteurs pesant défavorablement sur l'évolution de son ANR au 30 juin 2012. Il doit être noté qu'une hausse de 0,1% du taux de capitalisation moyen réduit de près de 17 millions d'euros la valeur du patrimoine de la Société.

4.22. Référence au cours de bourse

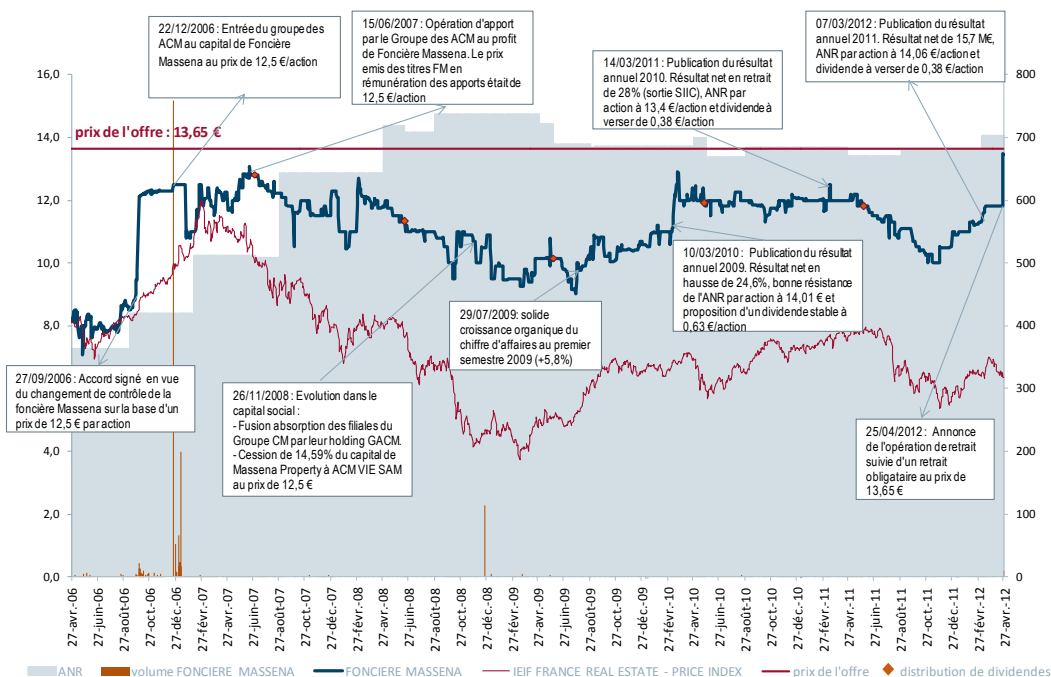
Les titres de la société Foncière Masséna sont cotés sur Eurolist compartiment B d'Euronext Paris (code ISIN FR0000037210).

Le faible niveau de flottant (0,33% hors autocontrôle) limite la pertinence de la référence au cours de bourse et le titre est peu actif avec un taux de rotation du flottant de 15,9% sur un an (source : Datastream).

En égard au très faible niveau de flottant, le titre n'est pas suivi par les analystes.

Cependant, s'agissant d'une offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire, l'évolution du cours de bourse nous paraît devoir être analysée.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours du titre Foncière Masséna sur 6 ans. Cette période permet de couvrir la date de prise de contrôle de la foncière par le groupe des ACM.



Les foncières, dont le cours de bourse était traditionnellement en retrait par rapport à leur actif net réévalué, ont bénéficié d'un engouement certain depuis la mise en place du régime fiscal SIIC (2003) et jusqu'au début de l'année 2007. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau très bas et la financiarisation de l'immobilier ont renforcé cette

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

tendance ; les sociétés foncières n'étaient plus considérées comme des valeurs de rendement, mais comme des sociétés pouvant s'endetter pour réaliser des développements et arbitrer les actifs arrivés à maturité. Dans ce contexte, des primes par rapport à l'actif net réévalué ont été constatées sur le marché entre fin 2004 et le second semestre 2007.

La prise de contrôle de Foncière Masséna par les ACM, intervenue durant cette période, faisait ressortir une prime significative par rapport à l'ANR.

Depuis lors, le marché de l'immobilier a pâti de la crise des subprimes et le cours des foncières, et notamment des plus endettées, s'est érodé. Les décotes par rapport à l'ANR sont réapparues au cours du deuxième semestre 2007. La chute des cours s'est accélérée avec l'amplification de la crise financière. Un redressement a été observé, au cours des années 2009 et 2010, avec un rapprochement des cours au niveau de l'ANR. La situation s'est à nouveau dégradée durant l'été 2011, avec l'abaissement des notes de plusieurs pays.

Eu égard à son faible flottant et à un endettement plus limité que celui de nombreuses sociétés comparables, le cours de Foncière Masséna s'est moins déprécié que l'indice de référence. En tout état de cause, il est devenu inférieur à l'ANR par action de la société au cours du deuxième semestre 2007 et, ainsi qu'illustré dans le graphique ci-dessus, la situation ne s'est pas inversée depuis lors.

Il est à noter que sur la période étudiée, à savoir depuis la prise de contrôle par le groupe des ACM, le cours de bourse n'a jamais atteint le prix de l'Offre. Le 26 avril 2012, premier jour de bourse suivant l'annonce de l'opération, le cours a augmenté de 14% par rapport à la veille et a atteint 13,48 euros.

Analyse des primes offertes par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération

Le tableau ci-dessous retrace les cours moyens pondérés des volumes sur différentes périodes de référence.

Au 25/04/2012

euros	Cours	Cours retraité du coupon 2011 (0,38 €/action)	Prime / offre
			13,65 €
Spot	11,81	11,43	19,4%
Moyenne 1 mois	11,80	11,42	19,5%
Moyenne 3 mois	11,43		19,4%
Moyenne 6 mois	10,94		24,8%
Moyenne 1 an	11,16		22,3%
Maximum 1 an	12,20		11,9%
Minimum 1 an	10,00		36,5%

Source : datastream

Le prix offert fait ainsi ressortir une prime sur l'ensemble des périodes de référence.

Au 10 mai 2012, date de mise à jour des données du présent rapport, la dernière transaction, intervenue le 8 mai 2012, a été réalisée à un prix de 13,31 euros.

4.23. Transactions ayant concerné des sociétés cotées comparables

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

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Au cas particulier de la présente Offre, nous avons analysé les opérations que nous avons considérées les plus comparables, à savoir les offres publiques de retrait ayant concerné des sociétés foncières bénéficiant ou ayant bénéficié du statut SIIC, intervenues en France au cours des deux dernières années.

Quatre opérations ont été étudiées dans ce cadre :

- *Retrait de la cote de la société Compagnie La Lucette (ci-après CLL) par la société Icade. Intervenue en 2010, cette opération a comporté 2 volets :*
 - *en mars 2010, Icade, qui détenait 94,5% du capital de CLL a lancé une offre alternative comportant un volet mixte (titres Icade et numéraire) et un volet uniquement en numéraire, correspondant au montant de l'ANR au 31 décembre 2009, soit 10,08 euros par action. Le prix était inférieur au cours spot (10,92 euros) et aux cours moyens pondérés un mois (10,91 euros) et trois mois (10,31 euros). A l'issue de cette offre, Icade a lancé une offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire le 14 mai 2010, au prix de 10,08 euros par action, correspondant au dernier ANR de la société (31 décembre 2010) ;*
 - *l'intégration de CLL a été finalisée en octobre 2010 avec sa fusion absorption par la société Icade, dans le cadre de laquelle les titres CLL ont été évalués à 9,80 euros, soit le montant du dernier ANR hors droits publié à la date de l'opération ;*
- *OPR sur les titres de la société Tesfran initiée le 29 avril 2011 par la société Testa (groupe de BTP espagnol Sacyr Vallehermoso). Détenue à plus de 60% par Testa, Tesfran a vu son statut SIIC suspendu à compter du 1er janvier 2010 et l'a définitivement perdu au 31 décembre 2010. A la date du dépôt du projet d'offre, Testa détenait 99,11% du capital de la société Tesfran. Cette dernière a pour particularité de ne détenir qu'un seul actif, la Tour Adria à la Défense. Le prix offert, soit 20,33 euros par action, est basé sur l'ANR hors droits estimé à la date de l'opération (ANR au 31 décembre 2010 augmenté de la quote-part du résultat net estimé de Tesfran pour l'année courue au 30 avril 2011, pour prendre en compte l'accroissement de l'ANR prévisible au 30 juin 2011, la tendance de marché au premier semestre 2011 étant haussière) ;*
- *OPR RO initiée par Gecina sur les titres de la société Gecimed en mai 2011. Détenue par Gecina à 98,59 % au moment du lancement de l'offre, Gecimed est une foncière spécialisée dans l'immobilier de santé (patrimoine de 737 M€ fin décembre 2010). Fin décembre 2010, la société a annoncé le lancement d'un projet d'hôpital, suivi en mars 2011 par l'annonce de l'acquisition d'un portefeuille de 30 EHPAD pour 230 M€. Ces informations, alliées à un chiffre d'affaires trimestriel en hausse, ont fortement accéléré les échanges sur le titre. Le cours a ainsi progressé de moins de 1,5 euro fin 2010 à 2,45 euros à sa date de suspension (16 mai 2011), soit un cours supérieur à l'ANR. Dans ce contexte, le prix proposé, soit 2,06 euros se situait entre l'ANR par action (1,47 euro au 31 décembre 2010 et 1,71 euro pour l'ANR estimé au 31 décembre 2011) et le cours de bourse (2,45 euros) ;*
- *Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) suivie d'un retrait obligatoire initiée le 6 janvier 2012 par la société luxembourgeoise Boca sur les titres de la société Docks Lyonnais dont elle détenait 94,03% du capital et 93,56% des droits de vote à la date du dépôt de l'offre. Cette dernière, qui possédait un patrimoine de plus de 1,5 Md€, a perdu le statut de SIIC au 31 décembre 2010. Le prix proposé était égal au dernier ANR de liquidation publié au 30 juin 2011 et supérieur à l'ANR estimé au 31 décembre 2011. A l'issue de l'OPAS, Boca, qui détenait 99,59% du capital et au moins 99,37% des droits de vote de Docks Lyonnais a mis en œuvre le retrait obligatoire annoncé.*

Ainsi, pour l'ensemble de ces opérations, à l'exception de celle ayant concerné les titres Gecimed, intervenue dans le contexte spécifique décrit ci-avant, la référence retenue est le dernier ANR hors droits déterminé. La moyenne des multiples d'ANR observés sur ces différentes transactions ressort à 1,1x (et 1x hors Gecimed).

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Nous avons également analysé les autres transactions significatives intervenues en 2011 et 2012 sur des sociétés foncières :

- La cession de 28,7% de Klépierre par BNP à Simon Property intervenue en mars 2012, s'est faite avec une décote de 12% par rapport à l'ANR au 31 décembre 2011 ;*
- L'OPA en surenchère de PHRV sur Foncière Paris France, intervenue en décembre 2011, fait ressortir une décote de 17% par rapport à l'ANR au 30 juin 2011 ;*
- Le prix offert dans le cadre de l'OPA de Monroe sur Eurosic en juillet 2011 correspond à l'ANR du 31 décembre 2010 coupon détaché.*

Résultats obtenus

en euros	Offres avec retrait	Autres opérations significatives
Prime / décote	10%	-9%
ANR	14,03	14,03
Valeur coupon attaché	15,43	12,72
Valeur coupon détaché	15,05	12,34
Prime / décote induite du prix offert	-9,3%	10,6%

La valeur ressortant de l'application des multiples observés sur les transactions comparables est comprise dans une fourchette de 12,34 à 15,05 euros (coupon détaché). Le prix offert de 13,65 euros par action Foncière Masséna fait ainsi ressortir un intervalle de décote/prime compris entre -9,3% et 10,6 %.

4.24. Méthode analogique : multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

Echantillon de sociétés comparables

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

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à Foncière Masséna, eu égard notamment à la répartition de son portefeuille d'actifs.

Nous avons examiné les sociétés foncières cotées (41 sociétés dans l'indice SIIC), avec pour objectif d'identifier des sociétés satisfaisant à au moins deux des trois critères suivants :

- un portefeuille d'actifs comparables en termes d'activité ou de positionnement géographique ;*
- un niveau de flottant et une liquidité du titre suffisantes, soit respectivement supérieurs à 30 % et 35 % ;*
- un ratio d'endettement (LTV) proche de celui de Foncière Masséna (36,9 %).*

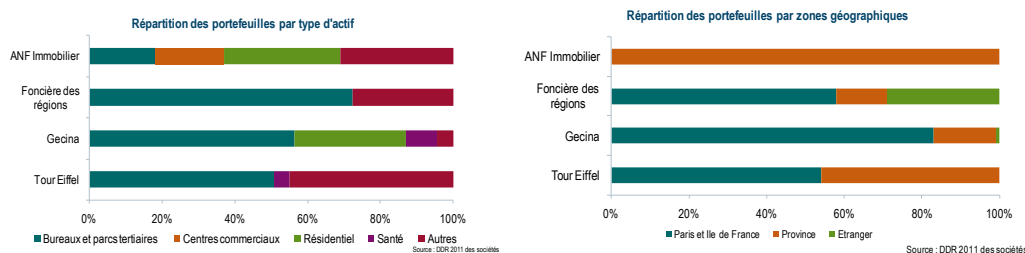
Nous avons ainsi retenu les 4 sociétés suivantes : ANF Immobilier, Foncière des régions, Gecina, Société de la Tour Eiffel.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Foncières	Patrimoine (M€)	LTV	Flottant (en %)
ANF	1 650,0	29%	34%
Foncière des Régions	8 984,0	49%	49%
Gecina	11 786,0	43%	31%
Tour Eiffel	999,2	58%	90%

Source : DDR 2011 des sociétés

Le patrimoine des sociétés comparables retenues dans notre échantillon se répartit ainsi selon le type d'actif détenu :



Multiples analysés

Nos travaux ont été conduits sur la base des réalisations 2011.

Les multiples analysés sont ceux usuellement retenus pour la valorisation des sociétés foncières par les analystes financiers et les évaluateurs :

- *prime ou décote du cours de bourse sur Actif Net Réévalué (« EPRA NNNAV » - ANR Triple Net), étant rappelé le caractère clef de cet indicateur pour les sociétés immobilières. Nous l'avons appliqué à l'ANR 2011, en l'absence de prévision pour l'exercice 2012 communiquée par Foncière Masséna ;*
- *rendement du dividende par rapport au cours de bourse. L'analyse de ce type de multiple est particulièrement adaptée aux sociétés sous le régime fiscal SIIC étant donné leurs obligations de distribution. Ce dernier n'a pas été retenu au cas présent, car le rendement de Foncière Masséna étant plus faible que celui de la moyenne des comparables (3,3% vs 7,7% sur la base des cours spot au 10 mai 2012), ce ratio conduit à des valeurs très en retrait.*

Nous présentons ci-après les multiples obtenus⁹ et les valeurs induites :

Foncières	ANR / action au 31/12/2011	Prime/décote du cours spot sur ANR	Prime/décote du cours moyen 1M sur ANR	Prime/décote du cours moyen 3M sur ANR
ANF	40,8	-17,5%	-22,1%	-22,7%
Foncière des Régions	73,6	-28,1%	-23,3%	-22,4%
Gecina	101,7	-32,4%	-30,8%	-27,6%
Tour Eiffel	69,2	-46,2%	-42,9%	-40,6%
Moyenne		-31,1%	-29,8%	-28,3%
Médiane		-30,3%	-27,1%	-25,2%

⁹ Base : cours spot/moyen 1M/moyen 3M au 10 mai 2012 des sociétés de l'échantillon.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Valeurs induites :

en euros	Prime/décote du cours spot sur ANR	Prime/décote du cours moyen 1M sur ANR	Prime/décote du cours moyen 3M sur ANR
Cours FM implicite coupon attaché base moyenne	9,7	9,9	10,1
Cours FM implicite coupon détaché base moyenne	9,3	9,5	9,7
Cours FM implicite coupon attaché base médiane	9,8	10,2	10,5
Cours FM implicite coupon détaché base médiane	9,4	9,9	10,1
Prime/décote par rapport au prix offert base moyenne	46,9%	44,1%	41,1%
Prime/décote par rapport au prix offert base médiane	45,1%	38,5%	34,9%

La valeur ressortant de l'application du multiple de référence (prime ou décote sur ANR) est comprise dans une fourchette de 9,3 à 10,1 euros (coupon détaché). Le prix offert de 13,65 euros par action Foncière Masséna fait ainsi ressortir une prime comprise entre 34,9 % et 46,9 % selon les moyennes et médianes des multiples de notre échantillon.

Pour information, nous avons également conduit des analyses sur la base d'un échantillon élargi aux sociétés cotées satisfaisant aux conditions suivantes :

- flottant supérieur à 10%, et plus de 15% des titres échangés sur l'année ;*
- patrimoine immobilier supérieur à 1 milliard d'euros hors droits.*

Les sociétés complémentaires entrant dans cet échantillon élargi sont les suivantes : Unibail-Rodamco, Klépierre, Icade, Mercialis, Foncière Lyonnaise, Altarea, Silic, Foncière des Murs et Eurosic.

L'application du multiple d'ANR déterminé sur la base des capitalisations boursières spot, moyenne 1 mois et moyenne 3 mois au 10 mai 2012, conduit à une valeur du titre Foncière Masséna dans une fourchette de 10,5 à 11 euros coupon détaché.

4.3 Méthode présentée à titre d'information

4.31. Transactions récentes intervenues sur le capital de la société Foncière Masséna

Nous avons étudié les transactions intervenues au cours des 24 derniers mois sur le capital de Foncière Masséna.

A la fin de l'année 2010, Foncière Masséna a bénéficié de l'apport d'un ensemble d'immeubles de 13,8 millions d'euros. La valeur de référence retenue pour émettre les actions reçues en rémunération par l'apporteur a été de 13 euros, inférieure à l'ANR au 30 juin 2010 (13,68 euros) et au 31 décembre 2010 (13,41 euros) et en ligne avec l'ANR dilué.

Nous observons par ailleurs qu'en 2011, la société ACM VIE S.A. a effectué deux opérations de rachat de titres hors marché auprès d'actionnaires minoritaires :

- achat de 3 001 actions au prix unitaire de 13,17 euros le 23 mars 2011 ;*
- achat de 6 000 actions au prix unitaire de 13,31 euros le 20 septembre 2011.*

Les prix offerts correspondent au dernier ANR par action hors droits dilué publié à la date de la transaction (31 décembre 2010 et 30 juin 2011), en décotes respectives de 3,6% et 2,6% par rapport à l'ANR revenant au commanditaire retenu au cas présent.

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

5.1 Présentation des méthodes écartées

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté la référence à l'actif net comptable, la méthode du rendement et celle de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

Nous avons en revanche analysé les transactions comparables à titre principal et avons présenté, pour information, les valeurs ressortant des opérations récentes intervenues sur le capital de la société Foncière Masséna. L'ensemble de ces analyses conduisent à privilégier l'actif net réévalué comme valeur de référence.

Nous avons également analysé les multiples observés sur les sociétés comparables à titre principal, alors que la banque ne les a présentés qu'à titre de recoupement.

5.2 Présentation des méthodes retenues

5.21. Méthodes présentées à titre principal par la banque

Actif net réévalué

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence à l'actif net réévalué au 31 décembre 2011, telle que présentée dans la note d'information, soit 14,03 euros par action Foncière Masséna avant détachement du coupon (13,65 euros coupon détaché).

Cours de bourse

Nous avons, comme la banque présentatrice, retenu la référence au cours de bourse en dépit de la faible liquidité et du niveau très limité du flottant.

Nous avons en revanche traité différemment le détachement du coupon : nous avons retraité uniquement les cours sur les périodes les plus courtes (spot et un mois), alors que la banque les a retraités sur l'ensemble des périodes de référence.

5.22. Méthode présentée à titre de recoupement par la banque

Multiplés observés sur les sociétés cotées comparables

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence aux multiples de sociétés comparables et avons retenu le même multiple de référence que la banque présentatrice.

Notre échantillon (4 sociétés) est plus réduit que celui de la banque présentatrice (7 sociétés). Nous n'avons en effet pas retenu les sociétés Eurosic, dont le flottant est aujourd'hui limité (4%) en raison des opérations intervenues sur le capital en 2011, Foncière Lyonnaise, dont le patrimoine est exclusivement situé en Région parisienne et Foncière des Murs, qui ne détient pas d'actif de bureaux. Ces sociétés ont par ailleurs des flottants limités, dont la rotation sur un an reste faible (respectivement 17% et 22%).

A titre d'information, nous avons analysé le multiple qui ressort de l'utilisation d'un échantillon plus large, en ajoutant à notre échantillon de base l'ensemble des foncières ayant un patrimoine supérieur à 1Md€ hors droits.

S'agissant de la date et des périodes de référence, nous avons utilisé plusieurs périodes afin de tester la sensibilité des analyses (spot et moyennes 1 mois et 3 mois au 10 mai 2012), alors que la banque a retenu une période de 3 mois au 25 avril 2012.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Les différences exposées ci-dessus expliquent les différences de valeurs obtenues (valeur moyenne de 10,25 euros coupon détaché pour la banque, et entre 9,3 et 10,1 euros selon nos travaux, coupon détaché).

6. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX OFFERT

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 13,65 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Valorisation de Foncière Massena en € - expert indépendant après versement du coupon ⁽¹⁾			Prime / (décote) sur le prix d'offre (13,65€)		Banque présentatrice ⁽¹⁾
Méthodes retenues à titre principal					
ANR hors droits 31/12/2011		13,65	0,0%		13,65
Cours de bourse - Spot 25/04/2012 retraité du coupon 2011	11,43		19,4%		11,43
Cours de bourse - Moy 1 mois retraité du coupon 2011	11,42		19,5%		11,42
Comparables - Prime / (décote) sur ANR spot	9,29 9,40		46,9%	45,1%	non retenu
Comparables - Prime / (décote) sur ANR 1 mois	9,47 9,85		44,1%	38,5%	non retenu
Comparables - Prime / (décote) sur ANR 3 mois	9,68 10,12		41,1%	38,5%	retenu à titre de recoupement 10,25
Transactions comparables - Prime / (décote) sur ANR	12,34 15,05		10,6%	-9,3%	non retenu
Méthodes retenues à titre informatif ou de recoupement					
Transactions sur le capital de FM - Apport	13,00		5,0%		non retenu
Transactions sur le capital de FM - Rachat de titres	13,17	13,31	3,6%	2,6%	non retenu
		Offre 13,65 €			

(1) Les valeurs sont présentées coupon 2011 détaché

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Foncière Masséna conformément à l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du conseil de surveillance de la Société ainsi que dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire. Notre mission vise à apprécier le caractère équitable du prix offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix offert aux actionnaires de la Société s'établit à 13,65 euros par action Foncière Masséna, coupon 2011 détaché.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix proposé :

- *correspond à la référence que nous estimons la plus pertinente, à savoir la référence au dernier actif net réévalué, coupon 2011 détaché. Nous nous sommes assurés qu'en l'état actuel du marché cette référence, déterminée au 31 décembre 2011, n'avait pas vocation à augmenter au 30 juin 2012 ;*
- *fait ressortir une prime de respectivement 19,4% sur le cours spot et 19,5% sur la moyenne 1 mois après correction du coupon devant être versé le 5 juin 2012. Le prix présente également des primes sur les moyennes les plus longues. Compte tenu de l'étroitesse du flottant (0,33%), le cours de bourse ne constitue*

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

pas la référence de valeur la plus pertinente, même si elle reste un repère important pour les actionnaires minoritaires ;

- un intervalle de primes compris entre 34,9% (multiple d'ANR 2011 3 mois) et 46,9% (multiple d'ANR spot) par rapport à la fourchette de valeurs issues des comparables boursiers ;*
- la référence au dernier ANR déterminé par les sociétés cibles a par ailleurs été privilégiée dans la majorité des transactions comparables que nous avons pu analyser.*

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 13,65 euros coupon détaché par action Foncière Masséna que Masséna Property propose dans le cadre de la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Foncière Masséna.

Paris, le 15 mai 2012

Florence Lafargue

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

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

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

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

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet :

www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES RECEMMENT PAR RICOL LASTEYRIE

Depuis mai 2010, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Date	Cible	Initiatrice	Banques présentatrices	Type d'offre
janvier-12	Infovista	Project Metro Acquico SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Garnier & Co	OPAS
janvier-12	Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Société Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS
janvier-12	Société Vermandoise de Sucreries	Cristal Union et Champenoise de Gestion	CA CIB	OPAS
octobre-11	eFront	EFR Holdings SAS	CM-CIC Securities	OPAS
septembre-11	Proservia	Manpower	Invest Securities	OPAS
septembre-11	Bouygues	Bouygues	BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, HSBC, Rothschild, Société Générale CIB	OPRA
juillet-11 octobre-11	Groupe Outremer Telecom	OMT Invest	Société Générale	OPAS suivie d'un RO
mai-11	Gecimed	Gecina	Natixis	OPR-RO
mai-11	Electricité et Eaux de Madagascar	Electricité et Eaux de Madagascar	Oddo Corporate Finance	OPRA
mars-11	SFERT	Manitou	Lazard	Fusion absorption
février-11	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
février-11 août-10	Emailvision	EMV Holdco SAS (Francisco Partners)	Oddo Corporate Finance	Garantie de cours suivie d'une OPR-RO
juillet-10	APRR	Eiffarie	Société Générale	OPR
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPA
mai-10	IMS	Jacquet Metals	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 80 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

Identification des risques et orientation de la mission

Collecte des informations et des données nécessaires :

- *Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les sociétés comparables*
 - *Entretiens avec les experts immobiliers de la Société*
-

Appréciation du contexte de l'Offre :

- *Discussions avec les dirigeants de Foncière Masséna*
- *Rencontre avec les conseils*
- *Examen de la documentation juridique*

Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société Foncière Masséna, analyse des spécificités de la société (société en commandite par actions, origine et nature du parc immobilier,...) et prise de connaissance du rapport établi par l'expert indépendant en charge de la détermination de l'ANR

Mise en œuvre d'approches de valorisation jugées pertinentes :

A titre principal

- *Actif net réévalué : étude des rapports d'experts immobiliers*
- *Analyse du cours de bourse*
- *Recherche et analyse de comparables boursiers et de transactions comparables*

A titre d'information :

- *Analyse des transactions de référence sur les actions de la société Foncière Masséna*

Analyse du projet de note d'information conjointe et du rapport d'évaluation de la banque présentatrice

Note de synthèse

Revue indépendante

Rédaction du rapport

Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société

Présentation des conclusions à la Société

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- *Désignation de Ricol Lasteyrie représenté par Sonia Bonnet-Bernard en qualité d'expert indépendant par le conseil de surveillance de Foncière Masséna : 17 avril 2012*
- *Réunion et conférence téléphonique avec la banque présentatrice : 18 avril et 11 mai 2012*
- *Réunion avec les dirigeants de Foncière Masséna : 25 avril 2012*
- *Remise d'un pré-rapport : 10 mai 2012*
- *Présentation de nos conclusions au conseil d'administration de Foncière Masséna : 15 mai 2012*

Nous nous sommes par ailleurs entretenus à de nombreuses reprises, tout au long de notre mission, avec les personnes en charge de l'opération chez Foncière Masséna ainsi qu'avec les représentants de la banque présentatrice et l'avocat de l'initiateur et de la cible.

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Foncière Masséna

- *Catherine Allonas Barthe, représentant le gérant*
- *Olivier Chardonnet, Responsable des investissements*

Groupe des ACM

- *Pierre Bieber, Secrétaire Général*
- *Maurice Mischler, Directeur Fiscal*

Banque présentatrice, CM CIC Securities

- *Françoise Etienne, Directeur de la Recherche Corporate*
- *Pierre Gerval, Directeur des Opérations Financières*

Avocat conseil de Foncière Masséna et Masséna Property

- *Matthieu Pouchepadass, Bredin Prat*

Experts immobiliers

- *Didier Louge, BNP Paribas Real Estate*
- *Nadia Mackenzie, Retail Consulting Group*
- *Anne Chabani, Crédit Foncier Expertise*
- *Delphine Besnier-Barthelemy, Cushman & Wakefield*

ANNEXE 8 : ANALYSE D'UN COURRIER TRANSMIS PAR UN ACTIONNAIRE DE FONCIERE MASSENA

Nous avons eu communication d'un courrier transmis par un actionnaire minoritaire à l'Autorité des Marchés Financiers le 11 mai 2011, indiquant son désaccord avec le prix proposé pour les raisons suivantes :

1. *La valeur serait réduite à hauteur de la part de l'ANR revenant au commandité en cas de perte du statut de société en commandite par action.*

Nous nous sommes assurés que le prix offert n'était pas réduit de la part revenant au commandité en cas de perte du statut de commandite (celui-ci s'établit à 13,31 euros coupon détaché). Le prix offert correspond à l'ANR non dilué, il s'entend en revanche après affectation du résultat, à savoir :

- *la rémunération du commandité, qui reçoit 10% du bénéfice de l'exercice (soit 0,03 euros par action) ;*
- *l'attribution d'un dividende aux actionnaires, qui s'établit à 0,38 euro par action, dividende qui sera versé préalablement à l'opération d'OPR RO.*

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Nous rappelons par ailleurs que Foncière Masséna est une société en commandite par actions depuis 2004 et que les modalités de rémunération des commandités n'ont pas été modifiées depuis lors.

2. *Le prix envisagé ne prend pas en compte la quote-part de résultat net estimé pour l'année, courue au 25 avril 2012, comme cela avait été le cas dans le cadre de l'opération sur Tesfran.*

Le prix correspond au dernier ANR publié, soit au 31 décembre 2011. La Société n'établit pas de prévision d'ANR, mais nous a indiqué que les tensions sur le marché (cf. paragraphe 4.21 du présent rapport) combinées à l'augmentation du taux de vacance observée sur le premier trimestre 2012, sont de nature à peser défavorablement sur l'évolution de l'ANR au 30 juin 2012.

S'agissant de la référence à la transaction intervenue sur la société Tesfran (analysée au paragraphe 4.23 du présent rapport), il doit être rappelé que cette société ne détient qu'un seul actif, entièrement loué et ceci pour une période longue, ce qui permet une bonne visibilité de l'ANR qui au premier semestre 2011 se situait dans une tendance de marché haussier. L'augmentation du prix de l'offre avait pour objectif de faire bénéficier le minoritaire de l'accroissement de l'ANR prévisible au 30 juin 2011, celui-ci a ainsi été augmenté de la « quote-part du résultat net estimé de Tesfran pour l'année courue au 30 avril 2011 ».

Le courrier fait par ailleurs référence à l'opération sur Gecimed (que nous avons analysée au paragraphe 4.23 du présent rapport) et à celle intervenue sur la société Aldeta en septembre 2011, que nous avons écartée car elle concerne une société n'ayant qu'un seul actif commercial en cours de restructuration. L'opération a été réalisée sur la base du dernier ANR de reconstitution publié, et non d'un ANR de liquidation. Cette méthode, qui consiste à inclure dans le prix de l'offre la part de droits qui devra être déboursée par un acquéreur pour reconstituer un patrimoine, a été retenue au cas particulier d'Aldeta car elle faisait suite à une acquisition réalisée sur cette même base.

ANNEXE 9 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- *Informations significatives communiquées par la société Foncière Masséna :*
 - *Présentation de la Société ;*
 - *Actif net réévalué ;*
 - *Expertises immobilières ;*
- *Informations significatives communiquées par l'avocat :*
 - *Projet de note d'information conjointe ;*
- *Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :*
 - *Rapport de valorisation ;*
- *Informations de marché :*
 - *Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;*
 - *Données de marché : Datastream et Associés en Finance.*
- *Immobilier : études publiées par BNP Paribas Real Estate, CBRE, Jones Lang Lasalle, Catella*

ANNEXE 10 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- *Sonia Bonnet-Bernard, associée gérante, expert-comptable, commissaire aux comptes et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de 25 ans*

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;

- Florence Lafargue, associée, diplômée de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un DESS de contrôle de gestion, expert comptable et commissaire aux comptes, a débuté sa carrière chez KPMG Audit en 1990 où elle s'est progressivement spécialisée en transaction services. Elle a rejoint Ricol Lasteyrie en 1997 et a mené depuis lors de nombreuses missions d'expertise indépendante, d'évaluation de préjudices et d'assistance à partie dans des situations contentieuses, ainsi que d'accompagnement des directions financières dans le cadre de projets stratégiques. Florence a notamment développé des expertises spécifiques dans les secteurs de l'immobilier et des énergies renouvelables ;*
- Amandine Fourcade, diplômée de Reims Management School, a rejoint, en qualité d'analyste, la société Ricol Lasteyrie en 2004. Elle intervient plus particulièrement sur des missions d'expertise indépendante (attestations d'équité, commissariat aux apports et à la fusion) et d'évaluation. Amandine a notamment développé une expertise spécifique dans le domaine de l'immobilier ;*
- Dorra Basti a rejoint Ricol Lasteyrie en tant qu'analyste en décembre 2007 après une première expérience en analyse financière chez ING. Au sein des équipes Ricol Lasteyrie, elle participe particulièrement à des missions de valorisation d'entreprises et d'attestation d'équité. Elle est diplômée de l'école supérieure de commerce de Reims et d'un master en analyse financière Internationale.*

La revue indépendante a été effectuée par Gilles Vantelon (associé) ».

7. AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE FONCIÈRE MASSÉNA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, le Conseil de surveillance de Foncière Masséna s'est réuni le 15 mai 2012, sous la présidence d'ACM VIE SA, représentée par M. Pierre Bieber, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du Conseil de surveillance étaient présents ou représentés. L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents ou représentés et aucune opinion divergente n'a été formulée.

Le texte de cet avis est reproduit ci-après :

« Le Conseil de surveillance de Foncière Masséna s'est réuni le 15 mai 2012 pour examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« OPR-RO ») que la société Masséna Property a décidé de déposer sur les actions Foncière Masséna non encore détenues de concert par les différentes entités du groupe de Assurances du Crédit Mutuel.

Le Conseil de surveillance a pris connaissance du projet de note d'information conjointe de Masséna Property et de Foncière Masséna, et a notamment examiné l'ensemble des termes et des conditions financières de l'OPR-RO et leurs éléments d'appréciation, ainsi que les intentions concernant la poursuite de la stratégie de la Société et de son activité opérationnelle et en matière d'emploi.

Le Conseil de surveillance, au vu de ce qui précède, et du rapport de l'expert indépendant en date du 15 mai 2012 concluant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Foncière Masséna du prix proposé dans le cadre de l'OPR-RO, soit 13,65 euros par action Foncière Masséna (droit au dividende 2011 détaché), après en avoir délibéré, a décidé à l'unanimité de ses membres présents, d'approuver le projet d'OPR-RO et d'émettre un avis favorable sur celui-ci, qu'il considère conforme aux intérêts de la Société, ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Le Conseil de surveillance a décidé en conséquence de recommander aux actionnaires de Foncière Masséna d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait étant précisé que ces actions seront en toute hypothèse transférées à Masséna Property dans le cadre du retrait obligatoire moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 13,65 euros par action Foncière Masséna (droit au dividende 2011 détaché) ».

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

8.1 POUR L'INITIATEUR MASSÉNA PROPERTY

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

Catherine Allonas-Barthe, Président

8.2 POUR LA SOCIÉTÉ VISÉE FONCIÈRE MASSÉNA

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

Masséna Property, Gérant

8.3 ETABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement Général de l'AMF, CM-CIC Securities, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

CM-CIC Securities