MEMOIRE EN REPONSE – L'INVESTISSEMENT FONCIER
WESTLAND SHOPPING CENTER

AU SUJET DU

PROSPECTUS CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION CONDITIONNELLE D'ATENOR GROUP SA PORTANT SUR LA TOTALITE DES 38.420 CERTIFICATS IMMOBILIERS WESTLAND SHOPPING CENTER 1980 EMIS PAR LE CERTIFICAT FONCIER SA

Le présent Mémoire en réponse doit être lu en relation avec le mémoire en réponse rédigé par l'Emetteur, Le Certificat Foncier SA (ci-après, le « Mémoire en réponse Certificat Foncier »).

INDEX

I. Dispositions générales 2
A. Contexte 2
B. Définitions 3
II. Composition du conseil d'administration 3
III. Remarques sur le Prospectus 3
1. Groupe Ageas et conflits d'intérêts – 3
2. Prorogation de la Société Interne – 5
3. Devimo – 5
IV. Avis motivé du conseil d'administration d'Investissement Foncier sur l'Offre et les répercussions de sa mise en œuvre 6
1. Eléments à la base de l'Offre – 6
2. Rapports des Experts – 8
3. Observations sur la Valeur d'Investissement retenue par Atenor Group 10
4. Recherche de la Valeur d'Investissement implicite correspondant au prix de l'Offre – 11
5. Tableaux de synthèse – 12
6. Observations sur le processus de cession – 16
7. Avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier – 18
V. Nombre de Certificats Westland 1980 détenus par les membres de l'organe d'administration ou par les personnes qu'en fait ils représentent 19
VI. Dispositions finales 19
A. Approbation 19
B. Personnes responsables du Mémoire en réponse 19
C. Disponibilité du Mémoire en réponse 20

4

I. Dispositions générales

A. Contexte

Le 1er octobre 2010, Atenor Group, une société anonyme de droit belge ayant fait ou faisant appel public à l'épargne, dont le siège social est établi à 1310 La Hulpe, avenue Reine Astrid 92, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.209.303 (ci-après, « Atenor Group »), a annoncé par communiqué de presse son intention d'effectuer une offre publique d'acquisition conditionnelle portant sur la totalité des 38.420 certificats immobiliers Westland Shopping Center 1980 émis par Le Certificat Foncier, une société anonyme de droit belge dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.207.224 (ci-après, le « Certificat Foncier ») pour un prix de 825 EUR par Certificat Westland 1980 (ci-après, l'« Offre »).

L'Investissement Foncier Westland Shopping Center, dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0420.117.589 (ci-après, l'« Investissement Foncier »), est titulaire des Droits Réels qui fondent l'émission des Certificats Westland 1980 et est la Gérante de la Société Interne.

Le 4 octobre 2010, la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (ci-après, la « CBFA ») a publié un avis concernant l'Offre en application de l'article 7, alinéa 1er de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition (ci-après, l'« Arrêté Royal OPA »).

Le projet de prospectus a été communiqué au conseil d'administration d'Investissement Foncier par lettre de la CBFA du 4 octobre 2010, reçue le 6 octobre 2010.

Le 13 octobre 2010, le conseil d'administration d'Investissement Foncier a communiqué à la CBFA et à Atenor Group qu'elle avait fait connaître ses observations au Certificat Foncier, qui les avait indiquées dans une note d'observations reprenant les lacunes et les informations susceptibles d'induire en erreur les détenteurs de titres de la société visée relevées dans le projet de prospectus, en application de l'article 26, alinéa 2 de l'Arrêté Royal OPA.

Par lettre du 27 octobre 2010, reçue le 28 octobre 2010, la CBFA a transmis à Investissement Foncier une copie du prospectus approuvé (ci-après, le « Prospectus »).

Le 29 octobre 2010, le conseil d'administration d'Investissement Foncier s'est réuni en vue d'établir et d'approuver, compte tenu des intérêts de tous les détenteurs de Certificats Westland 1980 et de Certificats Westland 2004, un mémoire en réponse (ci-après, le « Mémoire en réponse »), conformément aux articles 22 à 30 de la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après, la « Loi OPA ») et aux articles 27, alinéa 2 et 46 de l'Arrêté Royal OPA.

Tous les administrateurs d'Investissement Foncier étaient présents ou représentés lors de cette réunion.

B. Définitions

Les termes désignés avec une majuscule et non autrement définis dans le présent Mémoire en réponse ont la signification qui leur est donnée dans le Prospectus.

II. Composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier est composé comme suit :

- M. Benoît Godts, administrateur ;
- M. William De Troij, administrateur ;
- SPRL Laurent Stalens, administrateur, représentée par son représentant permanent, M. Laurent Stalens ;
- SPRL Marc Van Begin, administrateur, représentée par son représentant permanent, M. Marc Van Begin.

III. Remarques sur le Prospectus

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier est d'avis qu'à ce stade, les observations et remarques suivantes doivent être formulées concernant le Prospectus :

1. Groupe Ageas et conflits d'intérêts[1] –

Atenor Group indique en substance que « *toutes les sociétés impliquées dans la structuration et la gestion des Certificats Westland 1980 sont des sociétés appartenant au groupe AGEAS* » (Prospectus, p. 45) et soutient en termes généraux qu'« *eu égard à la structure mise en place, des conflits d'intérêts peuvent donc potentiellement surgir* » (Prospectus, p. 46), souhaitant semble-t-il ainsi inviter à une certaine défiance à l'égard de la Gérante et de l'Emetteur des Certificats Westland 1980.

On soulignera tout d'abord qu'à l'époque de la structuration et de la mise en place du Certificat Westland 1980, les sociétés concernées ne faisaient pas partie du même groupe et que ce n'est qu'ensuite d'acquisitions et regroupements qu'il en est désormais ainsi.

---

[1] Prospectus, pp. 35-36, point IV « Informations sur l'Emetteur, la Gérante et les Certificats Westland 1980 », point 4.3 « Structure : l'Emetteur et la Gérante sont associés dans une société interne », point 4.3.6 « Composition actuelle de la Société Interne – Structure de l'opération » ; pp. 45-46, point IV « Informations sur l'Emetteur, la Gérante et les Certificats Westland 1980 », point 4.6 « Les Certificats Westland 1980 », point 4.6.6 « Nature fiduciaire des relations entre la Gérante et l'Emetteur d'une part et les porteurs de Certificats Westland 1980 d'autre part », point b « Potentiel conflit d'intérêt ».

On rappellera aussi que les garanties existent en l'espèce pour assurer l'autonomie des organes d'Investissement Foncier et du Certificat Foncier, puisqu'ils doivent agir dans l'intérêt exclusif des détenteurs de Certificats Westland 1980 et des détenteurs de Certificats Westland 2004 et ne peuvent avoir égard à un intérêt tiers ou de groupe. Les membres des organes concernés y veillent scrupuleusement. Les actes posés par les organes font de plus l'objet d'un contrôle par le contrôleur de gestion (texte coordonné du Contrat de Société Interne « Westland Shopping Center » (ci-après, le « Contrat de Société Interne »), article 8 et texte coordonné du contrat d'Association en Participation (ci-après, le « Contrat d'Association en Participation »), même article).

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier entend en outre confirmer qu'il a une maîtrise de la gestion des conflits d'intérêts et que, plus généralement, le Groupe AG Real Estate, dont Investissement Foncier et Certificat Foncier font partie, veille de son côté également à éviter les conflits d'intérêts notamment en s'assurant que des entités distinctes exercent des fonctions distinctes et des métiers de l'immobilier distincts et en veillant à la défense par chacun des intervenants de l'intérêt dont il a la charge.

Enfin, en ce qui concerne certains aspects ponctuels :

(i) Le « texte du certificat de placement immobilier « Westland Shopping Center » émis par la société anonyme LE CERTIFICAT FONCIER » (ci-après, le « Statut du Certificat Westland 1980 ») dispose que l'assemblée des détenteurs de Certificats Westland 1980 doit se prononcer en cas de cession des Droits Réels à une entité du Groupe Ageas (Statut du Certificat Westland 1980, § 10).

(ii) Comme indiqué dans le prospectus d'émission de Certificats Immobiliers Westland 2004 (ci-après, le « Prospectus 2004 »), Certificat Foncier et IREC Westland ont été très attentifs à l'éventuel conflit d'intérêts qui pourrait surgir entre l'emphytéote qui doit exposer, aux termes de l'emphytéose, des dépenses qui ne lui profiteront pas, et son successeur[2].

---

[2] *« Dans le respect de la loi et des conventions, l'intérêt d'un emphytéote en fin d'emphytéose est de ne pas exposer des dépenses qui ne lui profiteraient pas directement, mais à son successeur.*

Si la Société Interne devait être prorogée, éventuellement jusqu'en 2036, et si l'actionnariat des associés ne changeait pas d'ici là, un conflit d'intérêt éventuel pourrait naître au cours des années précédant 2037.

L'intérêt des détenteurs de Certificats Immobiliers WESTLAND 1980 et 2004 géré dans le cadre de la Société Interne par L'Investissement Foncier Westland Shopping Center, qui serait donc resté emphytéote, pourrait diverger de celui des actionnaires de cette dernière ainsi que de ceux de Le Certificat Foncier et de IREC WESTLAND si ceux-ci sont toujours liés aux actionnaires de Sodecoma 2000. Celle-ci recevra en effet gratuitement les droits à partir de janvier 2037.

L'éventuelle prorogation de la Société Interne ne peut résulter que d'une assemblée générale extraordinaire des seuls détenteurs de Certificats Immobiliers WESTLAND 1980 (et donc pas des détenteurs de Certificats Immobiliers WESTLAND 2004). Si à cette époque, les liens d'actionnariat évoqués ci-dessus n'ont pas changé, Bernheim Asset Management, L'Investissement Foncier Westland Shopping Center, Le Certificat Foncier et IREC WESTLAND mettront en œuvre toute disposition nécessaire pour assurer l'autonomie de L'Investissement Foncier Westland Shopping Center pour l'exercice de sa mission de gestion dans l'intérêt exclusif des Détenteurs de Certificats Immobiliers WESTLAND 1980 et 2004 » (Prospectus 2004, point 5.2.7, p. 16).

C'est notamment l'appui que la Gérante et l'Emetteur ont pu trouver auprès des sociétés du Groupe AG Real Estate, combiné à cette gestion adéquate, proactive et attentive des conflits d'intérêts potentiels qui a conduit au return réalisé par les détenteurs du Certificat Westland 1980 depuis 25 ans.

2. Prorogation de la Société Interne –

Certificat Foncier entend convoquer une assemblée générale extraordinaire des détenteurs de Certificats Westland 1980 selon les modalités visées dans le Mémoire en réponse Certificat Foncier.

3. Devimo[3] –

L'Offrante laisse entendre que la position adoptée à l'égard de Devimo Consult en qualité de gestionnaire ne serait pas conforme à l'intérêt des détenteurs de Certificats Westland 1980.

(a) Précisons tout d'abord que le prospectus d'émission des Certificats de Placement Immobilier Westland Shopping Center 1980 (ci-après, le « Prospectus 1980 ») indiquait en toute transparence que la « *gestion du Centre Commercial (....) a*[vait] *été maintenue entre les mains du gestionnaire initial, la S.A. Devimo, filiale de la S.A. Galeries Anspach* » (p. 6), une société qui était le cédant des droits emphytéotiques et était clairement étrangère aux associés de la Société Interne.

Dans ce cadre, la structure de base présentée impliquait manifestement pour Devimo Consult (à l'époque Devimo S.A.) un rôle important de gestionnaire, chargé d'une mission fort large, et basé sur une relation à long terme : le remplacement du gestionnaire doit à cet égard être soumis à l'assemblée générale extraordinaire des détenteurs de Certificats Westland 1980 si, de l'avis de la Gérante, le gestionnaire devait manquer à ses obligations avant le terme de la Société Interne.

Tel n'a pas été le cas au vu du développement considérable du Centre Commercial. La Gérante n'a donc jamais eu à remettre en question la convention conclue avec Devimo et on ne comprend pas pourquoi l'Offrante semble vouloir lui en faire grief.

(b) La convention ainsi conclue fin 1979 avec le gestionnaire dispose aussi qu'indépendamment des missions de gestion du Centre Commercial, Devimo a l'obligation de veiller à l'animation du mall, à ses risques et périls tout en en percevant les revenus. Il est clair que la Gérante devait en tout cas charger un tiers d'une telle mission spécialisée, et d'ailleurs non exempte de risques à l'époque. Devimo a toujours semblé le plus indiqué eu égard à sa présence sur le

---

[3] Prospectus, pp. 51-52, point IV « Informations sur l'Emetteur, la Gérante et les Certificats Westland 1980 », point 4.7 « Le Centre Commercial », point 4.7.6 « Gestion du Centre Commercial ».

site et le traitement financier de cette activité ainsi convenu est dès lors apparu comme totalement adéquat.

(c) Quoi qu'il en soit, la rémunération de Devimo pour ses missions de gestion a été fixée à 3% des loyers et des redevances emphytéotiques perçus, majorés de la TVA (Contrat d'Association en Participation, article 4, al. 8 et Contrat de Société Interne, article 4, al. 9), mais elle est chargée de services annexes et la rétribution payée pour les missions de gestionnaire et les missions annexes confiées à Devimo sont reprises dans le compte de charges annexé au rapport annuel de la Gérante. Les données chiffrées sont donc connues et on n'aperçoit pas en quoi il y aurait une information non disponible. Précisons d'ailleurs que si l'on prend en compte la TVA (ce qui mène à 3,63%), les frais pour les services annexes représentent environ 10% du pourcentage de 4% et du montant de 259.317,20 EUR évoqués par l'Offrante pour l'exercice 2009, soit une vingtaine de milliers d'euros hors TVA. En outre, l'ensemble des charges du Centre Commercial, en ce compris les frais liés aux missions de Devimo, sont prises en compte dans la Valeur d'Investissement (telle que définie ci-après, *infra*, IV, 1) calculée par les experts auxquels a fait appel le conseil d'administration de la Gérante (*infra* IV, 2).

En synthèse, la position prise par la Gérante à l'égard de Devimo SA puis Devimo Consult SA a toujours été inspirée par l'intérêt collectif des détenteurs de Certificats Westland 1980 et les données chiffrées relevantes se trouvent depuis toujours dans les rapports annuels successifs.

IV. Avis motivé du conseil d'administration d'Investissement Foncier sur l'Offre et les répercussions de sa mise en œuvre

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier a examiné les répercussions de la mise en œuvre de l'Offre, telle que décrite dans le Prospectus, en tenant compte des intérêts de tous les détenteurs de Certificats Westland 1980.

A cette fin, le conseil d'administration a procédé à la comparaison, selon diverses configurations, entre le prix de l'Offre et la valeur de l'actif net qui reviendrait aux détenteurs de Certificats Westland 1980 en cas de liquidation de la Société Interne au moment présumé du paiement de ce prix.

1. Eléments à la base de l'Offre –

- **Produits et revenus distribuables en cas de liquidation du Certificat Westland 1980** – L'actif net de la Société Interne se composerait des éléments suivants, en cas de liquidation :

  (i) Le produit de la réalisation des Droits Réels.

  (ii) Un prorata du cash flow courant de l'exercice en cours.

(iii) La part des soldes d'exploitation non encore répartis des exercices antérieurs, à savoir le montant disponible sous forme de liquidités.

La valeur relevante pour le premier point sera examinée ci-après *sub* 2.

Aux fins de la comparaison destinée à éclairer les détenteurs de Certificats Westland 1980, les deux derniers éléments peuvent être évalués comme suit, dans le cadre d'une valorisation prévisionnelle au 13 décembre 2010 (soit la date prévue par l'Offrante pour le paiement du prix de l'Offre): environ 5,6 millions EUR pour le cash flow de l'exercice 2010 et 2,9 millions EUR pour les soldes d'exploitation des exercices antérieurs qui restent disponibles ; à cet égard, dès lors que la valorisation que ferait un cessionnaire des Droits Réels (et qu'ont faite les Experts : *infra* § IV, 2) tiendra compte des travaux que ce cessionnaire devra effectuer, ce dernier montant peut, dans la perspective d'une cession, être considéré comme un cash flow libre puisqu'en ce cas il ne devrait pas servir à réaliser des travaux.

Le total à retenir pour ces deux postes est donc de 8,5 millions EUR au lieu des 7,5 millions EUR évoqués par l'Offrante (Prospectus, p. 61) et c'est donc ce montant qui sera retenu dans les comparaisons faites ci-après.

- **Produit brut et produit net des Droits Réels –**

Dans le cadre de l'évaluation du premier poste de l'actif net précité, il faut en outre avoir égard aux notions suivantes :

- le « produit brut » ou « valeur d'investissement » ou « valeur acte en mains » pour le candidat cessionnaire, qui est de manière générale la référence des experts dans le cadre d'une mission d'évaluation (ci-après, la « Valeur d'Investissement ») ; on observera bien sûr que cette Valeur d'Investissement ne correspond pas nécessairement au prix qui sera obtenu pour un bien immobilier donné en cas de cession effective de celui-ci.

- Il faut en outre distinguer la Valeur d'Investissement du « produit net » de réalisation (ci-après, le « Produit Net »), après déduction :

  (i) des frais qu'il faut exposer dans la cadre de la cession – et pour une société interne, de la liquidation – (honoraires conseils, intervention agents, frais divers de liquidation...) ; et

  (ii) des frais de mutation (droits d'enregistrement et frais de notaire), qui sont dus sur le prix de réalisation (ci-après, les « Frais et Droits »).

L'ensemble des frais du « cédant » liés à la cession et les frais de mutation relatifs au prix de cession ne peuvent par définition pas être déterminés avec précision à ce stade. On ne peut toutefois suivre Atenor Group lorsqu'il évoque un pourcentage de 7,5%. Compte tenu de la nature essentiellement emphytéotique des droits réels détenus par Investissement Foncier, la cession de tels droits sera soumise pour l'essentiel à un taux de droits de mutation de 0,2 %, auxquels s'ajoutent les frais précités, et une approche raisonnable mène sans doute à estimer ce pourcentage à 2,5%. C'est donc ce pourcentage qui sera retenu aux fins des évaluations faites ci-après.

- **Valeur d'Investissement Implicite** – La Valeur d'Investissement implicite est la valeur d'investissement des Droits Réels découlant implicitement du prix de l'Offre – c'est-à-dire la valeur minimum à atteindre pour les Droits Réels pour arriver au prix de l'Offre si l'on procédait par cession de ces Droits Réels suivi d'une liquidation du Certificat Westland 1980 – (ci-après, la « Valeur d'Investissement implicite »).

  Cette Valeur d'Investissement implicite est examinée ci-après *sub* 4 et 5 (Tableau II).

- **Répartition entre détenteurs** – Chacun des 38.420 Certificats Westland 1980 donne droit à 1/38.420ème des montants distribuables par Certificat Foncier en sa qualité d'associé participant dans la Société Interne pour sa part de 47,5% de cette Société Interne.

- **Prix de l'Offre** - L'Offre porte sur le Certificat Westland 1980, coupon 64 et suivants attachés et prévoit le paiement d'un prix de 825 EUR par Certificat Westland 1980 le 13 décembre 2010 au plus tard (soit la date prévue par l'Offrante pour le paiement du prix de l'Offre).

2. Rapports des Experts –

Le conseil d'administration de la Gérante a chargé un collège d'experts (ci-après, les « Experts ») d'effectuer une expertise indépendante de la Valeur d'Investissement des Droits Réels sous-jacents aux Certificats Westland 1980 et aux Certificats Westland 2004 et leur a donné accès à l'ensemble des informations relatives au Centre Commercial. Le conseil d'administration de la Gérante confirme qu'à sa connaissance, les informations communiquées aux Experts sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à rendre ces informations inexactes ou trompeuses.

Ce collège est composé de :

(i) Jones Lang Lasalle, rue Montoyer 10, 1000 Bruxelles, représenté par M. Rob Vaes, Associate Director, et Rod Scrivener Bsc. M.R.I.C.S., National Director ;

(ii) DTZ, chaussée de la Hulpe 166, 1170 Bruxelles, représenté par Fabian Daubechies M.R.I.C.S., administrateur, et M. Benoît Forgeur, administrateur-délégué ; et

(iii) Cushman & Wakefield, avenue des Arts 58/7, 1000 Bruxelles, représenté par M. Jérôme Lits, Surveyor Account Manager, et Kris Peetermans M.R.I.C.S., Partner – Head of Valuation & Advisory.

Les Experts n'ont pas d'intérêt dans les Droits Réels évalués.

Les conclusions communes des Experts sont les suivantes :

« A notre avis, la valeur d'investissement des droits emphytéotiques détenus par IF [lire « Investissement Foncier »] dans le Westland Shopping Center tels que décrits dans ce rapport, est, au 31 décembre 2010 (dans l'hypothèse où il n'y a pas de changement substantiel de circonstances entre la date de ce rapport et la date de valorisation) :

84 millions EUR

Quatre-vingt quatre millions d'euros brut

Cette valorisation est brute en ce sens qu'elle représente à notre avis le prix qu'un cessionnaire hypothétique serait prêt à payer, en ce compris les droits d'enregistrement. Ces droits d'enregistrement seraient à notre avis très faibles sur le transfert de droits emphytéotiques de ce type. Aucune déduction n'a été faite pour les autres frais de transfert tels que les frais juridiques, notariaux et d'agence»[4].

Les conclusions des Experts ont été incluses dans le présent Mémoire en réponse avec le consentement de ceux-ci. Ces conclusions ont été fidèlement reproduites et, pour autant qu'Investissement Foncier le sache, aucun fait n'a été omis qui rendrait les conclusions reproduites inexactes ou trompeuses.

Les Experts ajoutent qu'ils sont arrivés à cette évaluation commune après s'être concertés et avoir réconcilié leurs approches tout en restant dans les limites de leurs

---

[4] Traduction libre de : « *In our opinion the gross Market Value of the leasehold interest held by IF in the Westland Shopping , described in this report, as at the 31st of December 2010 (on the assumption that there is no material change in circumstances between the date of this report and the anticipated valuation date) is:*
84.000.000 €
Eighty four million Euro Gross
This opinion of value is gross in that it represents our opinion of the price that a hypothetical buyer would be prepared to pay including transfer duties. These duties would in our view be very low on a leasehold interest of this type. No deduction has been made for other possible costs of sale such as legal, notarial or agent's fees ».

évaluations respectives initiales et que la valeur ainsi estimée ne devrait pas diminuer sur les douze prochains mois[5].

On peut déduire de cette évaluation que :

(i) La Valeur d'Investissement estimée par les Experts est 3,4% supérieure à la Valeur d'Investissement implicite à atteindre pour retrouver un équivalent de 825 EUR par Certificat Westland 1980 entre les mains du détenteur qui subit une charge de précompte mobilier de 25% et 37,4% supérieure dans le cas du détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, les autres détenteurs devant, comme indiqué, se positionner en fonction de leur situation fiscale propre.

(ii) Corrélativement, la valeur du Certificat Westland 1980 dans l'hypothèse d'une liquidation qui, pour les besoins de la démonstration, interviendrait au 13 décembre 2010 (soit la date prévue par l'Offrante pour le paiement du prix de l'Offre), s'établirait à environ 849,30 EUR net par Certificat Westland 1980 pour les détenteurs qui subissent la charge de précompte mobilier de 25% et environ 1.095,29 EUR brut par Certificat Westland 1980 pour les détenteurs qui ne subissent pas la charge du précompte mobilier, soit dans le premier cas 2,9% de plus que 825 EUR et dans le second 33%.

3. Observations sur la Valeur d'Investissement retenue par Atenor Group –

Atenor Group calcule la Valeur d'Investissement à 65,6 millions EUR là où les Experts arrivent à 84 millions EUR.

L'approche des Experts, basée sur l'ensemble des informations actuelles relatives au Centre Commercial, aussi bien sur le plan locatif, financier que sur le plan technique et juridique, se fonde, comme il est d'usage, sur une appréciation des cash flows nets futurs, qui comporte d'une part une évaluation des revenus locatifs indexés et d'autre part une

---

[5] « *In arriving at this opinion of value we have taken into account the modestly different opinions of our fellow valuers at (...), and have discussed our views with them. The figure we report is therefore one which each of the valuers considers to be within a reasonable valuation margin of their opinion prior to this discussion. The initial divergence of views is in our view to be expected, particularly as the property is unusual in terms of the relatively short leasehold interest to be valued and there is little direct evidence of the exact state of the investment market at the present time. If market conditions remain constant we do not expect the value to decline over the next twelve months* », soit en traduction libre: « *Afin d'arriver à notre avis sur la valeur nous avons pris en considération les avis raisonnablement différents de nos collègues experts (...) et nous sommes concertés avec eux. Le chiffre que nous avançons est dès lors un chiffre que chacun des experts considère comme étant dans une limite raisonnable de valorisation par rapport à sa position individuelle préalable à la discussion. La divergence de vues initiale était à notre avis susceptible de se produire, spécialement parce que le bien est inhabituel s'agissant de droits d'emphytéose de durée relativement courte et il y a peu de références directes sur l'état exact du marché d'investissement à ce stade. Si les conditions de marché restent constantes, nous ne nous attendons pas à voir diminuer la valeur sur les douze prochains mois* ».

évaluation des coûts à supporter, là où Atenor Group ne semble tenir compte que des loyers bruts (Prospectus, pp. 56-57). Ces flux nets futurs sont actualisés à un taux qui tient compte notamment des éléments spécifiques des Droits Réels (caractère limité dans le temps par exemple) et des éléments de marché (liquidité par exemple). Observons à cet égard aussi que la valorisation d'Atenor Group se fait hors inflation (Prospectus, pp. 56-57). Si toutefois on retient, ce qui paraît légitime, une hypothèse d'inflation moyenne à venir de 2% l'an, le taux nominal d'actualisation à appliquer à des cash flows futurs (inflatés eux aussi), monte de 8,25% (taux réel avancé par Atenor Group – Prospectus, pp. 57 à 59) à 10,25%. La prise en compte, aux fins du calcul de ce taux, de la décote d'illiquidité de 5% avancée par Atenor Group (Prospectus, p. 59) conduit même à un taux d'actualisation effectif de 10,9%.

L'analyse comparative entre le calcul d'Atenor Group et les approches des Experts est donc délicate dans la mesure où non seulement les méthodes d'évaluation d'Atenor Group et des Experts ne sont pas identiques mais en plus les hypothèses des uns et des autres varient en fonction de leurs appréciations respectives.

En synthèse toutefois, même si la comparaison est malaisée, il semble possible de conclure que l'écart entre la valorisation d'Atenor Group et celle des Experts provient essentiellement de trois sources :

(a) Si, pour les besoins de comparaison, on tente de ramener le calcul des Experts sur une base qui se fonde sur les loyers bruts, comme le fait Atenor Group, l'on semble pouvoir en déduire que le taux d'actualisation implicite retenu par les Experts est de l'ordre de 1,5% à 2% (150 à 200 basis points) inférieur à celui évoqué par Atenor Group. Cette différence pourrait expliquer plus que 50% de l'écart de valorisation.

(b) La valorisation d'Atenor Group tient compte de l'hypothèse que les loyers ne sont encaissés qu'à la fin de chaque année alors que les Experts ont tenu compte de ce qu'en réalité la quasi-totalité des loyers est encaissé par trimestrialités anticipées. Cet aspect pourrait expliquer environ 20% de l'écart de valorisation.

(c) Les Experts prennent en considération une croissance réelle des revenus locatifs, ce que ne fait pas Atenor Group. Cet aspect pourrait expliquer environ 25% de l'écart de valorisation.

4. Recherche de la Valeur d'Investissement implicite correspondant au prix de l'Offre –

(i) <u>Principe</u>

Il convient aussi, à titre de comparaison, comme le fait d'ailleurs Atenor Group, de rechercher quelle est la Valeur d'Investissement implicite qui sous-tend l'Offre et ce qu'il faut en penser au regard du marché.

Il n'y a toutefois pas de réponse unique : la situation dépend du précompte mobilier qui serait retenu à charge du détenteur de

certificats. Pour la simplicité, on retiendra ci-après dans un cas la situation d'un détenteur soumis à l'impôt en Belgique qui supporte la charge du précompte mobilier au taux de 25% (*infra* (ii)) et dans l'autre celle d'un détenteur qui ne supporte pas la charge du précompte mobilier (*infra* § (iii)). Il appartient toutefois à chaque détenteur de déterminer, avec ses propres experts fiscaux ou conseillers, quel est le régime d'imposition auquel il est soumis.

En tout cas, les détenteurs tiendront compte de ce que le produit de liquidation comprendrait au 31 décembre 2010 un remboursement de capital par Certificat Westland 1980 de 111,32 EUR sur lequel il n'y a par définition pas de retenue de précompte mobilier.

(ii) Détenteurs supportant la charge d'un précompte mobilier

Pour qu'un détenteur supportant la charge d'un précompte mobilier de 25% puisse, sur les bases précitées, retrouver un solde net de liquidation au moins égal au prix de l'Offre de 825 EUR en valeur 13 décembre 2010 (soit la date prévue par l'Offrante pour le paiement du prix de l'Offre), il faudrait que le solde de liquidation avant prélèvement de précompte mobilier représente par Certificat Westland 1980 au moins 1.062,89 EUR brut ou 825 EUR net de précompte mobilier.

La Valeur d'Investissement implicite correspondant à ces montants est d'environ 81,25 millions EUR.

(iii) Détenteurs ne supportant pas de charge de précompte mobilier

Pour qu'un détenteur ne supportant pas de charge de précompte mobilier puisse retrouver un solde de liquidation au moins égal au Prix de l'Offre de 825 EUR brut par Certificat Westland 1980 en valeur 13 décembre 2010 (soit la date prévue par l'Offrante pour le paiement du prix de l'Offre), il faudrait que la Valeur d'Investissement implicite corresponde à environ 61,1 millions EUR.

On aperçoit que la Valeur d'Investissement avancée par Atenor Group est de 65.600.637 EUR mais que la Valeur d'Investissement implicite au regard de l'Offre est de 61,1 millions EUR ou de 81,25 millions EUR, le différentiel entre ces deux derniers montants s'expliquant par la charge du précompte mobilier.

5. Tableaux de synthèse –

On trouvera ci-après deux tableaux de synthèse, l'un partant des Valeurs d'Investissement et l'autre aboutissant au calcul des Valeurs d'Investissement implicites :

(a) Une comparaison des valeurs de réalisation de l'actif net de la Société Interne en fonction (i) de la Valeur d'Investissement et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par Atenor Group, (ii) de la Valeur d'Investissement retenue par Atenor Group et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par la Gérante et (iii) de la Valeur d'Investissement retenue par les Experts et des hypothèses relatives aux autres actifs et aux frais faites par la Gérante (Tableau I)(*supra*, § 2).

(b) Un calcul de la Valeur d'Investissement implicite au départ du prix de l'Offre pour un détenteur subissant une charge de précompte de 25% et pour un détenteur ne subissant pas une telle charge (Tableau II) (*supra*, § 4).

Ces tableaux reposent sur des estimations, selon les rubriques, de la Valeur d'Investissement ou des autres actifs ou frais.

Tableau I

	Valeurs retenues dans le Prospectus	Valeurs retenues dans le Prospectus avec correction des autres actifs et frais tels qu'évalués par la Gérante	Calcul de l'actif net de la Société Interne en cas de liquidation sur la base de la valeur d'expertise avec les autres actifs et frais tels qu'évalués par la Gérante
Valorisation des Droits Réels			
Valeur d'Investissement	**65'600'637**	**65'600'637**	**84'000'000**
Frais et Droits (7,5% selon l'Offrante et 2,5% selon la Gérante (*supra*, IV, 1))	-4'920'048	-1'640'016	-2'100'000
Produit Net	60'680'589	63'960'621	81'900'000
Réserves et coupon 2010 (*supra*, IV, 1)	7'500'000	2'900'000 5'600'000	2'900'000 5'600'000
Actif net de la Société Interne	68'180'589	72'460'621	90'400'000
Quote-part de l'Emetteur (47,5%)	32'385'780	34'418'795	42'940'000
Droit des détenteurs par Certificat Westland 1980 après frais[6] : montant brut (sur la base de 38.420 Certificats Westland 1980)	**821.78**	**877.94**	**1'095.29**
Précompte mobilier de 25% (sur la partie excédant le solde de capital de 111,32 EUR)	-177.62	-191.65	-245.99
Droit des détenteurs par Certificat Westland 1980 : montant net (sur la base de	**644.17**	**686.28**	**849.30**

[6] Atenor Group retient 2,51% de taux de frais. La Gérante pense que 2% est une meilleure estimation.

38.420 Certificats Westland 1980)			

Tableau II

	825 EUR par Certificat Westland 1980 **net** (avec une charge de précompte mobilier de 25%)	825 EUR par Certificat Westland 1980 **brut** (pas de charge de précompte mobilier)
Droit des détenteurs par Certificat Westland 1980 : montant net	**825.00**	**825.00**
Précompte mobilier de 25% (sur la partie excédant le solde de capital de 111,32 EUR)	237.89	
Droit des détenteurs par Certificat Westland 1980 : montant brut (sur la base de 38.420 Certificats Westland 1980)	**1'062.89**	**825.00**
Quote-part de l'Emetteur (47,5% avant frais[7])	41'669'757	32'343'367
Actif net de la Société Interne (100%)	87'725'804	68'091'300
Réserves et coupon 2010 (*supra*, IV, 1)	-2'900'000 -5'600'000	-2'900'000 -5'600'000
Produit Net minimum à atteindre	79'225'804	59'591'300
Frais et Droits (7,5% selon l'Offrante et 2,5% selon la Gérante (*supra*, IV, 1))	2'031'431	1'527'982

[7] Cette quote-part tient compte des frais liés à la distribution des sommes revenant aux détenteurs de Certificats Westland 1980. Atenor Group retient 2,51% de taux de frais. La Gérante pense que 2% est une meilleure estimation.

Valeur d'Investissement	81'257'235	61'119'282

Le conseil d'administration observe en outre que si l'on a égard à une progression de l'inflation de 2% l'an sur les vingt-six prochaines années et aux frais à charge de l'emphytéote estimés de manière raisonnable sur la base des données des exercices écoulés et des travaux prévisibles, le prix de l'Offre de 825 EUR, toutes choses étant égales par ailleurs, correspond à un taux implicite d'IRR (« *Internal Rate of Return* ») estimé jusqu'au terme du Certificat Westland 1980 d'environ 7 % l'an pour un détenteur de Certificat Westland 1980 subissant une charge de précompte mobilier de 25% et d'environ 10% l'an pour le détenteur ne supportant pas la charge d'un tel précompte mobilier. Cet IRR estimé correspond par définition au rendement que l'investisseur abandonne en vendant son titre.

6. Observations sur le processus de cession –

(a) Situation contractuelle

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier rappelle que l'éventuelle prorogation de la Société Interne doit résulter d'une décision prise en fonction de l'articulation suivante :

(i) Les associés de la Société Interne sont Certificat Foncier, Investissement Foncier, AG Real Estate Asset Management et IREC Westland.

Ces associés doivent décider de l'éventuelle prorogation de la Société Interne au 31 décembre 2010, qui à défaut serait dissoute.

La dissolution de la Société Interne, quelle qu'en soit la cause, entraîne automatiquement la mise en vente des droits détenus dans le Centre Commercial, laquelle doit intervenir au plus tard dans les trois ans (Contrat de Société Interne, article 10 « Dissolution » et Contrat d'Association en Participation, même article).

(ii) La liberté de décision des associés de la Société Interne est toutefois limitée par les pouvoirs reconnus aux détenteurs de Certificats Westland 1980, réunis en assemblée générale extraordinaire, puisqu'ils se sont engagés à respecter la décision de l'assemblée (Contrat de Société Interne, article 1er, *in fine*, et Contrat d'Association en Participation, même article).

(b) Position d'Atenor Group dans le processus de cession[8]

[8] Prospectus, p. 6, point I « Résumé », « Caractéristiques de l'opération », « Offrante », 4ème paragraphe ; p. 9, point I « Résumé », « Caractéristiques de l'opération », « Objectifs de l'Offrante » ; pp. 62-63, point V « Informations sur l'Offre », point 5.2 « Objectifs de l'Offre ».

Atenor Group :

(i) indique que son but est essentiellement de réaliser une « *opération financière* » lui permettant de réaliser une plus-value rapide dans un domaine qui ne fait pas partie de son core business[9], et

(ii) semble considérer qu'elle seule est susceptible de faire en sorte que cette plus-value soit effective, « *mieux (....) que ne pourraient le faire des porteurs isolés et sans expérience dans le domaine immobilier* »[10] et qu'elle doit donc en profiter au terme du processus de réalisation des Droits Réels.

L'Offre d'Atenor Group est dans ce cadre centrée autour de trois idées :

(i) Atenor Group indique qu'elle « *espère pouvoir utilement faire valoir son expérience pour établir avec la Gérante, une relation de coopération transparente tendant à permettre la réalisation des Droits Réels dans les meilleures conditions* » (Prospectus, p. 9) ;

(ii) Atenor Group entend que la Société Interne soit dissoute et si le processus de réalisation n'aboutit pas dans les trois ans, Atenor Group se réserve « *à titre subsidiaire* », « *la possibilité de, soit trouver un repreneur pour ces Droits Réels, soit de faire elle-même offre pour l'acquisition de cet actif en vue de l'inscrire temporairement dans son portefeuille d'activité, d'en simplifier la structure de détention et de gestion et d'en dynamiser la gestion sur un terme plus long pour ensuite le valoriser au mieux lorsque les conditions de marché le permettront* » (Prospectus, p. 9) ;

(iii) Atenor Group expose que la Société Interne concerne l'ensemble du Centre Commercial, avec comme participants, chacun pour moitié, Certificat Foncier et IREC Westland, mais n'étend pas son offre à l'ensemble des Certificats Westland 2004, étant précisé qu'ils « *bénéficieront indirectement de la présente Offre puisque leurs intérêts sont convergents avec ceux de l'Offrante en vue de la réalisation au meilleur prix des Droits Réels* » (Prospectus, p. 9).

C'est la Gérante qui doit toutefois mettre en œuvre le processus de réalisation des Droits Réels en garantissant l'intérêt de <u>tous</u> les détenteurs de Certificats Westland 1980 (qu'ils aient ou non répondu à l'Offre) et de Certificats Westland 2004, le cas échéant par l'organisation d'un appel d'offres ou d'autres mécanismes permettant de préserver cet intérêt et le pouvoir de vendre et d'optimiser la valeur appartient à la Gérante et non à un détenteur individuel, ce que semble perdre de vue l'Offrante.

---

[9] Prospectus, p. 9, point 1 « Résumé », « Caractéristiques de l'opération », « Objectifs de l'Offrante », 1er paragraphe ; p. 62, point V « Informations sur l'Offre », point 5.2 « Objectifs de l'Offre », 1er paragraphe.

[10] Prospectus, p. 9, point I « Résumé », « Caractéristiques de l'opération », « Objectifs de l'Offrante », 3ème paragraphe, *in fine*.

A ce stade de son information, le conseil d'administration ne pourrait donc dans ce cadre intégrer dans le processus de cession un détenteur individuel de Certificats Westland 1980, même important, qui entend influencer le processus de réalisation et entend éventuellement se porter acquéreur si ce processus échoue, ce qui semble bien le placer dans une situation de conflit d'intérêts au cours de la première phase.

(c) Opportunité d'un délai en vue de la réalisation des Droits Réels

La Gérante estime, compte tenu de leur durée limitée dans le temps, qu'une cession des Droits Réels devrait intervenir dans les quelques années à venir et que cette cession est susceptible de créer de la valeur dans le chef des détenteurs de Certificats Westland 1980 et Westland 2004.

Toutefois, il ne serait pas dans l'intérêt des détenteurs de Certificats Westland 1980 et Westland 2004 de se placer dans une situation où la réalisation devrait intervenir dans un terme fixe de trois ans.

La Gérante est donc d'avis que ce délai devrait être prolongé et que, eu égard aux incertitudes du marché, la Société Interne devrait pouvoir se poursuivre jusqu'au 31 décembre 2036 si la cession des Droits Réels ne pouvait être opérée à des conditions commerciales raisonnables - fussent-elles même inférieures à la Valeur d'Investissement retenue par les Experts.

7. Avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier –

Le conseil d'administration d'Investissement Foncier, après avoir pris en compte la Valeur d'Investissement implicite à l'Offre d'Atenor Group et l'avis des Experts, qui évaluent la Valeur d'Investissement des Droits Réels à 84 millions EUR, constate, en synthèse que, pour le détenteur qui subirait la charge d'un précompte mobilier de 25%, l'Offre paraît 2,9% moins élevée par rapport à ce que le détenteur pourrait espérer partant de la valorisation établie par les Experts ; pour le détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, l'Offre paraît 33% moins élevée et Investissement Foncier est d'avis que le prix de l'Offre n'est dès lors pas attirant pour ce type de détenteur de Certificats Westland 1980; les autres détenteurs pourront, sur la base des analyses précitées, déterminer l'écart entre ce qu'ils obtiendraient en acceptant l'Offre ou en gardant leur titre, en prenant en compte leur propre régime fiscal.

Cette appréciation se fonde sur l'avis de bureaux d'expertise bien connus sur le marché et est à ce titre un élément de poids dans la décision à prendre, mais ne peut en aucun cas être considérée comme émanant de la Gérante ou du Certificat Foncier. De même, le prix qui serait obtenu pour les Droits Réels en cas de cession effective de ceux-ci pourrait s'écarter, en plus ou en moins, de la Valeur d'Investissement retenue par les Experts.

Le conseil d'administration observe en outre que si l'on a égard à une progression de l'inflation de 2% l'an sur les vingt-six prochaines années et aux frais à charge de

l'emphytéote estimés de manière raisonnable sur la base des données des exercices écoulés et des travaux prévisibles, le prix de l'Offre de 825 EUR, toutes choses étant égales par ailleurs, correspond à un taux implicite d'IRR (« *Internal Rate of Return* ») estimé jusqu'au terme du Certificat Westland 1980 d'environ 7% l'an pour un détenteur de Certificat Westland 1980 subissant une charge de précompte mobilier de 25% et d'environ 10% l'an pour le détenteur ne supportant pas la charge d'un tel précompte mobilier. Cet IRR estimé correspond par définition au rendement que l'investisseur abandonne en vendant son titre.

En conséquence, l'avis du conseil d'administration d'Investissement Foncier est le suivant :

(i) il pourrait conseiller au détenteur de Certificats Westland 1980 qui subirait la charge d'un précompte mobilier de 25% de participer à l'Offre s'il est intéressé par une réalisation immédiate et certaine de son Certificat Westland 1980 ;

(ii) pour le détenteur qui ne subit pas de charge de précompte mobilier, le prix de l'Offre n'est clairement pas attirant ;

(iii) les autres détenteurs doivent se positionner au regard de ces avis en fonction de leur situation fiscale propre.

V. Nombre de Certificats Westland 1980 détenus par les membres de l'organe d'administration ou par les personnes qu'en fait ils représentent

Les membres de l'organe d'administration d'Investissement Foncier ne détiennent aucun Certificat Westland 1980. De même, ni AG Insurance, ni aucune société du Groupe AG Real Estate, ne détiennent de Certificat Westland 1980.

VI. Dispositions finales

A. Approbation

Le présent Mémoire en réponse a été approuvé par la CBFA le [•] novembre 2010 conformément à l'article 28, § 3 de la Loi OPA.

Cette approbation ne comporte aucune appréciation de l'opportunité ni de la qualité de l'Offre.

B. Personnes responsables du Mémoire en réponse

Investissement Foncier, dont le siège social est établi à 1210 Bruxelles, Boulevard Saint-Lazare 4-10, représentée par son conseil d'administration, est responsable du présent

Mémoire en réponse et de ses éventuels suppléments et déclare qu'à sa connaissance, les données de ce Mémoire en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

C. Disponibilité du Mémoire en réponse

Le présent Mémoire en réponse (tout comme le Mémoire en réponse Certificat Foncier) est disponible sous une forme électronique sur le site internet de l'Offrante (www.atenor.be), de la CBFA (www.cbfa.be) et d'AG Real Estate (www.agrealestate.eu).

Les détenteurs de Certificats Westland 1980 peuvent obtenir gratuitement une version papier de ce Mémoire en réponse auprès de la Banque Guichet, sur demande, et au siège social d'Investissement Foncier ou par demande écrite par lettre ordinaire adressée à Investissement Foncier SA, Boulevard Saint-Lazare 4-10, à 1210 Bruxelles.

Ce Mémoire en réponse a été rédigé en français et la version française a été approuvée par la CBFA. Investissement Foncier a établi une traduction en néerlandais. La version française du Mémoire en réponse est la seule faisant foi dans le cadre de l'Offre. En cas de divergence d'interprétation entre les versions française et néerlandaise, la version française prévaudra. Investissement Foncier a vérifié la concordance des versions française et néerlandaise et en est responsable.

Fait à : Bruxelles, le 9 novembre 2010

Nom : SA L'Investissement Foncier Westland Shopping Center.

Représentée par : Nom et qualité : W. De Troij, Administrateur

Signature :

Nom et qualité : SPRL Marc Van Bogaert représentée par Marc Van Bogaert

Signature :