Agnès PINIOT
LEDOUBLE
8 rue Halévy
75009 PARIS

Olivier PERONNET
FINEXSI
14 rue de Bassano
75008 PARIS

SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL
11/13 avenue de Friedland
75008 PARIS

FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION DE LA SOCIETE AFFINE R.E. PAR SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL

RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION SUR LA VALEUR DES APPORTS

Assemblée Générale Extraordinaire
des actionnaires de SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL

FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION DE LA SOCIETE AFFINE PAR SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL

RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION SUR LA VALEUR DES APPORTS

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 3 octobre 2018, concernant la fusion par voie d'absorption de la société AFFINE R.E. (ci-après, « **AFFINE** ») par SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL (ci-après, **« STE »**), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L225-147 du Code de commerce. Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération des apports.

L'actif net apporté a été arrêté dans le traité de fusion-absorption signé par les représentants des sociétés concernées en date du 8 novembre 2018 (ci-après, le « **Traité de fusion** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société absorbante augmentée de la prime de fusion.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusion, présentées ci-après, selon le plan suivant :

1. – Présentation de l'opération et description des apports

2. – Diligences et appréciation de la valeur des apports

3. – Synthèse et conclusion

1 PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Il résulte du Traité de fusion, signé entre les parties le 8 novembre 2018, les informations suivantes.

1.1 Contexte général de l'opération

Le 28 septembre 2018, les sociétés STE et AFFINE ont annoncé, par voie de communiqué de presse, que leurs Conseils d'administration respectifs avaient approuvé le projet d'une fusion par absorption d'AFFINE par STE (ci-après, la « **Fusion** »).

Aux termes de la Fusion, STE disposera d'un portefeuille immobilier d'une valeur hors droits au 30 juin 2018 de 1.747 millions d'euros, générant un revenu locatif annuel de l'ordre de 90 millions d'euros.

La Fusion, dont les motifs détaillés sont présentés à l'article 1.1 du Traité de fusion, doit permettre :

- de constituer, par la réunion des deux sociétés, une société d'investissement immobilier cotée (ci-après « **SIIC** ») spécialisée dans les bureaux aux capacités de développement renforcées, offrant une meilleure visibilité pour les grands gestionnaires de fonds ;

- de mettre en commun les expériences et les compétences des équipes des deux sociétés pour favoriser la création de valeur ;

- d'améliorer la liquidité des actions de STE par le développement du flottant.

1.2 Présentation des sociétés participant à l'opération

1.2.1 *STE, société absorbante*

STE est une société foncière spécialisée dans l'immobilier de bureaux principalement situés en Ile de France. Son siège social est situé 11-13 avenue de Friedland à Paris (75008).

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 572 182 269[1].

Son exercice social débute le 1er janvier et s'achève le 31 décembre.

La société a pour objet :

- *« à titre principal, l'acquisition ou la construction d'immeubles en vue de la location, ou la détention directe ou indirecte de participations dans des personnes morales à objet identique ;*

- *accessoirement, la société pourra exercer directement ou par personne interposée toute activité immobilière telle qu'activités de crédit-bail, marchands de biens ou promotion immobilière ;*

[1] Depuis le 6 novembre 1957 pour une durée expirant le 1er janvier 2067, sauf prorogation ou dissolution anticipée.

- *et plus généralement, toutes opérations commerciales, industrielles, financières, mobilières et immobilières en France et à l'étranger pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus et susceptibles d'en assurer l'exécution ou le développement, telles que :*

    - *l'emprunt de toutes sommes d'argent et la constitution de toutes garanties notamment réelles pour les besoins d'une acquisition ;*

    - *l'obtention de tous financements nécessaires afin de réaliser l'objet social ;*

    - *toute transaction de produits financiers, y compris la souscription de contrat de couverture de taux ».*

Elle a opté pour le statut de SIIC depuis le 1er janvier 2004 et disposait au 30 juin 2018 d'un patrimoine estimé à 1.158,6 millions d'euros (hors droits)[2].

A la date du Traité de fusion, le capital social de STE s'établit à 61.446.740 euros, divisé en 12.289.348 actions, d'une valeur nominale de 5 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie ; ces actions sont cotées sur le marché Euronext Paris, sous le Code ISIN FR0000036816.

Au 30 juin 2018[3], les actionnaires détenant plus de 5 % du capital sont les suivants :

Détail des actionnaires détenant plus de 5% du capital

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
Groupe SMA*	7 238 138	58,9%	58,9%
MM Puccini	1 438 885	11,7%	11,7%
Suravenir	1 145 089	9,3%	9,3%
AG Finance	890 957	7,2%	7,2%

* SMABTP et SMAvie BTP hors administrateurs .

Le 8 décembre 2017, STE a mis en place un plan d'actions gratuites, qui porte sur 11.500 actions à la date du Traité de fusion.

A la date du Traité de fusion, STE détient 4.043 de ses propres actions.

1.2.2 *AFFINE, société absorbée*

La société AFFINE est une société foncière, spécialisée dans l'immobilier d'entreprise, dont le siège social est situé 39 rue Washington à Paris (75008).

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 712 048 735[4].

Son exercice social débute le 1er janvier et s'achève le 31 décembre.

La société a pour objet : *« l'acquisition, la vente, la location d'immeubles, ainsi que la participation à toutes sociétés immobilières, industrielles ou commerciales.*

---

[2] Avec ses filiales.

[3] Sur la base des dernières informations disponible issues de la dernière procédure TPI (titres au porteur identifiés) et des déclarations de franchissement de seuils.

[4] Depuis le 30 septembre 1971, pour une durée expirant le 29 septembre 2070, sauf prorogation ou dissolution anticipée.

A cet effet, elle pourra procéder à :

- *la gestion de ces sociétés,*

- *la réalisation de toutes opérations concernant directement ou indirectement la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières, l'acquisition, la cession de celles-ci, ainsi que toutes opérations y étant relatives,*

- *en France et dans tous les pays, la prise de participation ou d'intérêts dans toutes sociétés ou entreprises, françaises ou étrangères, la gestion de leur portefeuille, la constitution de toutes sociétés, le placement de fonds disponibles, le financement des affaires dans lesquelles elle est intéressée,*

- *l'assistance technique et financière aux entreprises dans lesquelles la société détient une participation,*

- *toutes études ou prestations de service,*

- *l'acquisition de biens immobiliers, leur utilisation pour ses besoins ou pour la location ainsi que la vente et la location de fonds de commerce et d'immeubles, l'expertise immobilière, la gérance d'immeubles, la construction d'édifices, la promotion immobilière, la réhabilitation, l'entretien ou le nettoyage de bâtiments et de locaux,*

et, de manière générale, procéder à la réalisation de toutes opérations quelconques se rattachant directement ou indirectement à son objet tel qu'il est défini ci-dessus, dans les limites fixées par la législation ».

Depuis le 1er janvier 2003, AFFINE a opté pour le statut de SIIC. Elle détient un patrimoine immobilier estimé à 588 millions d'euros (hors droits)[5].

1.2.2.1 Capital social

A la date du Traité de fusion, le capital social d'AFFINE s'établit à 25.000.000 euros, divisé en 10.056.071 actions, entièrement libérées et toutes de même catégorie ; ces actions sont cotées sur le marché Euronext Paris, sous le Code ISIN FR0000036105.

Au 30 septembre 2018, les actionnaires détenant plus de 5 % du capital sont les suivants :

Détail des actionnaires détenant plus de 5% du capital			
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote net
Holdaffine	3 219 795	32,0%	46,0%
Groupe SMA	2 111 641	21,0%	15,2%
La Tricogne	602 500	6,0%	8,6%

Au 29 octobre 2018, AFFINE détenait 22.450 de ses propres actions.

1.2.2.2 Obligations remboursables en actions

Le 15 octobre 2003, AFFINE a émis 2.000 obligations remboursables en actions (ci-après, « ORA ») d'une valeur nominale de 10.000 euros par ORA, soit un montant total de 20 millions d'euros.

[5] Au 30 juin 2018, avec ses filiales (hors BANIMMO).

Les ORA ont été émises pour une durée de 20 ans, remboursables par l'attribution de 624 actions AFFINE par ORA.

Au 30 septembre 2018, 362 ORA sont en circulation ce qui représente un montant total nominal d'environ 3,6 millions d'euros, susceptibles de donner lieu en remboursement à l'émission de 225.888[6] actions AFFINE.

1.2.2.3 Titres subordonnés à durée indéterminée

Le 13 juillet 2007, AFFINE a émis 1.500 titres subordonnés à durée indéterminée (ci-après, « **TSDI** ») d'une valeur nominale unitaire de 50.000 euros, soit un montant total de 75 millions d'euros. Ces TSDI, qui ont été placés auprès d'investisseurs, sont cotés sur le Marché Réglementé de la Bourse de Luxembourg.

Les TSDI, émis pour une durée indéterminée, pourront être remboursés, en totalité ou en partie, au gré d'AFFINE, pour leur valeur nominale augmentée des intérêts courus et non payés, à toute date de paiement des intérêts à compter du 13 juillet 2017.

1.2.2.4 Plan d'actions gratuites

AFFINE a mis en place courant 2017 un plan d'actions gratuites portant sur un maximum de 30.168 actions au profit de certains salariés et mandataires sociaux dans le cadre duquel l'intégralité des actions gratuites ont été attribuées préalablement à la Date de Réalisation de la Fusion.

1.2.2.5 Cession de la participation BANIMMO

La société BANIMMO, dont AFFINE détient 49,5 % du capital, a fait l'objet d'une offre publique d'achat déposée par le groupe belge d'assurance vie Patronale Life le 13 juillet 2018.

L'offre irrévocable porte sur la totalité du capital de BANIMMO, à un prix de 3,3 euros par action.

AFFINE s'est engagée à apporter sa participation à l'offre publique, à condition que la période initiale d'acceptation de l'offre se termine au plus tard le 15 novembre 2018. La période initiale d'acceptation a débuté le 25 octobre 2018 pour être clôturée le 8 novembre 2018.

La participation d'AFFINE sera ainsi cédée à un prix de 18,6 millions d'euros.

1.2.3 *Lien entre les sociétés*

Il n'existe pas de lien en capital entre STE et AFFINE.

Ces sociétés n'ont pas de dirigeant commun.

STE et AFFINE ont néanmoins comme actionnaire commun le concert SMABTP, constitué des sociétés SMABTP et SMAvie BTP.

Ce dernier détient :

- 58,9 % du capital et des droits de vote de STE au 30 juin 2018 ;

[6] 362 ORA en circulation * 624 actions AFFINE pour chaque ORA émise.

- 21 % du capital et 15,2 % des droits de vote d'AFFINE au 30 septembre 2018.

1.3 Description et évaluation des apports

1.3.1 *Description des apports*

Aux termes du Traité de fusion, les actifs apportés et les passifs transmis consisteront en l'intégralité du patrimoine de la société AFFINE.

1.3.2 *Effets juridique, comptable et fiscal de l'opération*

Sous réserve de la levée des conditions suspensives, mentionnées à l'article 9 du Traité de fusion et rappelées ci-après (§ 1.3.3), la Fusion prendra effet sur le plan juridique à 23h59 à la date d'approbation de la Fusion par la plus tardive des deux assemblées générales d'actionnaires appelées à statuer sur le projet de Fusion (ci-après, **« Date de Réalisation de la Fusion »**)[7].

Sur le plan comptable et fiscal, la Fusion prendra effet à la Date de Réalisation de la Fusion.

1.3.3 *Conditions suspensives*

La réalisation de la Fusion est soumise à la levée des conditions suspensives suivantes :

- l'enregistrement par l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, **« AMF »**) du document d'information à destination des actionnaires de la société absorbante qui sera établi en vue de l'admission des actions à émettre en rémunération de la Fusion (Document E) ;

- la décision de l'AMF constatant qu'il n'y a pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait en application de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF, purgée de tout recours avant l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de STE appelée à approuver la Fusion ;

- l'approbation de la Fusion et de la perte corrélative des droits de vote double par l'assemblée spéciale des actionnaires titulaires de droits de vote double de la société absorbée ;

- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbée ;

- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbante, qui décideront de l'augmentation de capital de cette dernière en conséquence de la Fusion.

Aux termes du Traité de fusion, il est prévu que les engagements des parties à la Fusion deviennent caducs si l'une ou l'autre des trois premières conditions suspensives susvisées n'était pas satisfaite préalablement à la tenue des assemblées générales extraordinaires des actionnaires des sociétés parties à la Fusion.

[7] A la date du Traité de fusion, les assemblées générales d'actionnaires des deux sociétés participant à la Fusion sont convoquées pour le 18 décembre 2018.

Par ailleurs, tout évènement conduisant à un retard dans la réalisation de la Fusion qui ne pourrait pas être réalisée au plus tard le 21 décembre 2018 entraînerait la caducité du Traité de fusion.

1.3.4 *Evaluation des apports*

Compte tenu de la composition de l'actionnariat des deux sociétés, STE et AFFINE sont, au sens du Règlement 2014-03 de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan comptable général, sous contrôle distinct à la date du Traité de fusion. Il est prévu que cette situation de contrôle distinct soit également celle à la Date de Réalisation de la Fusion. Par ailleurs, après la Fusion, l'actionnaire majoritaire de la société absorbée, Holdaffine, ne prenant pas le contrôle de la société absorbante, la présente opération ne constitue pas une fusion « à l'envers » au sens du règlement précité.

En conséquence, les apports ont été évalués à la valeur réelle des éléments d'actifs apportés et de passifs transmis.

Dans la mesure où le Traité de fusion a été conclu le 8 novembre 2018, soit antérieurement à la date d'effet comptable de l'opération, les parties ont procédé, de manière provisoire, à l'estimation de la valeur réelle des éléments d'actifs apportés et de passifs transmis à la Date de Réalisation de la Fusion.

Cette estimation provisoire a été effectuée sur la base :

- des comptes individuels d'AFFINE au 30 juin 2018, arrêtés par son Conseil d'administration en date du 30 octobre 2018 et, qui ont fait l'objet d'un examen limité sans observation par ses commissaires aux comptes ;

- d'une estimation de la valeur réelle des éléments d'actifs et de passifs constitutifs de l'intégralité du patrimoine de la société AFFINE au 30 juin 2018 ;

- de l'estimation de la valeur réelle desdits éléments d'actifs et de passifs, à la Date de Réalisation de la Fusion.

En outre, les résultats provisoires obtenus ont fait l'objet d'une décote sous la forme d'un abattement technique forfaitaire, dans les conditions exposées ci-après § 1.3.4.2.

Sur ces bases, l'actif net apporté, déterminé de manière provisoire, s'établit à 91.384.807 euros et se décompose comme suit.

1.3.4.1 Actifs apportés et passifs transmis, estimés de manière provisoire

Les actifs apportés et les passifs transmis se décomposent comme suit, étant entendu que cette énumération :

- n'a qu'un caractère estimatif et provisoire, dans la mesure où la valeur définitive des actifs apportés et passifs transmis sera déterminée par leur valeur réelle effective à la Date de Réalisation de la Fusion ;

- n'a qu'un caractère limitatif, la société absorbée transmettant à la société absorbante, conformément aux dispositions de l'article L.236-3 du Code de commerce, tous les éléments composant son patrimoine dans l'état où ils se trouveront à la Date de Réalisation de la Fusion.

Actifs apportés estimés de manière provisoire à la Date de Réalisation de la Fusion

Actifs apportés			
En euros	30-juin-18		Valeur réelle estimée à la Date de Réalisation de la Fusion
	Valeur nette comptable	Valeur réelle	
Immobilisations incorporelles	**49 526**	**12 528 088**	**-**
Concessions, brevets et droits similaires	49 526	49 526	-
Actif incorporel	-	12 478 562	-
Immobilisations corporelles	**148 959 508**	**230 950 461**	**209 784 688**
Terrains	79 412 043	98 178 084	91 167 888
Constructions	67 931 215	131 156 127	116 753 744
Autres immobilisations corporelles	124 916	124 916	81 606
Immobilisations corporelles en cours	1 491 334	1 491 334	1 781 450
Immobilisations financières	**62 042 884**	**128 774 637**	**117 265 821**
Titres de participation	59 262 964	126 114 022	114 105 257
Autres titres immobilisés	712	712	661
Autres immobilisations financières	2 779 208	2 659 903	3 159 903
Actifs circulants	**109 248 792**	**102 819 125**	**106 257 692**
Créances clients et comptes rattachés	2 973 815	2 973 815	2 815 290
Autres créances	102 827 116	98 030 808	105 156 882
Valeurs mobilières de placement	289 203	289 202	316 625
Disponibilités	749 678	749 678	(2 031 105)
Charges constatées d'avance	2 408 980	775 622	-
Charges à répartir	**2 293 965**	**-**	**-**
Actifs apportés (1)	**322 594 675**	**475 072 311**	**433 308 201**

Le montant total provisoire des actifs apportés s'élève à 433.308.201 euros.

Passifs transmis estimés de manière provisoire à la Date de Réalisation de la Fusion

Passifs transmis			
En euros	30-juin-18		Valeur réelle estimée à la Date de Réalisation de la Fusion
	Valeur nette comptable	Valeur réelle	
Autres fonds propres	**79 204 460**	**79 204 460**	**79 347 797**
Titres subordonnés à durée indéterminée	75 000 000	75 000 000	75 000 000
Obligations remboursables en actions	3 620 000	3 620 000	3 620 000
Intérêts courus sur TSDI	564 037	564 037	573 079
Intérêts courus sur ORA	20 423	20 423	154 718
Provisions pour risques et charges	**453 138**	**453 138**	**517 737**
Provisions pour retraite	73 141	73 141	72 182
Provisions pour risques et charges	379 997	379 997	445 555
Dettes	**207 257 905**	**205 348 842**	**162 057 860**
Emprunts obligataires	5 070 712	5 070 712	-
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	149 933 386	149 933 386	122 615 308
Emprunts et dettes financières divers	24 887 801	24 887 801	12 141 553
Avances et acomptes reçus sur commandes	178 237	178 237	252 297
Dettes fournisseurs	2 420 328	2 420 328	6 923 021
Dettes fiscales et sociales	1 396 411	1 396 411	1 930 907
Dettes sur immobilisations	2 743 654	2 743 654	3 818 514
Autres dettes	19 759 617	17 850 552	13 909 362
Produits constatés d'avance	867 759	867 759	466 898
Passifs transmis (2)	**286 915 503**	**285 006 440**	**241 923 394**

Le montant total provisoire du passif transmis s'élève à 241.923.394 euros.

L'actif net apporté, estimé de manière provisoire à la Date de Réalisation de la Fusion, avant prise en compte de l'abattement technique forfaitaire évoqué ci-après (§ 1.3.4.2), s'établit ainsi à 191.384.807 euros :

Actif net prévisionnel apporté avant abattement technique forfaitaire	
En euros	
Actifs apportés (1)	433 308 201
Passifs transmis (2)	241 923 394
Actif prévisionnel net apporté avant abattement technique forfaitaire (1) - (2)	**191 384 807**

1.3.4.2 Application d'un abattement technique forfaitaire

Comme mentionné à l'article 2.3 du Traité de fusion, STE et AFFINE sont convenues, pour tenir compte de l'aléa inhérent à l'établissement des données prévisionnelles à la Date de Réalisation de la Fusion et, en l'absence de garantie d'actif net, d'appliquer un abattement technique forfaitaire de 100 millions d'euros.

Compte tenu de cet abattement, l'actif net apporté, estimé de manière provisoire à la Date de Réalisation de la Fusion, s'établit à 91.384.807 euros détaillé comme suit :

Actif net prévisionnel apporté après abattement technique forfaitaire	
En euros	
Actif net prévisionnel apporté avant abattement technique forfaitaire	191 384 807
Abattement technique forfaitaire	(100 000 000)
Actif net prévisionnel apporté après abattement technique forfaitaire	**91 384 807**

La valeur globale des apports s'établit ainsi à 91.384.807 euros.

1.3.4.3 Valeur définitive de l'actif net apporté

Dans la mesure où l'actif net apporté est, dans le Traité de fusion, estimé à la Date de Réalisation de la Fusion, les sociétés STE et AFFINE sont convenues d'établir des comptes de la société absorbée à la Date de Réalisation de la Fusion.

Si la valeur définitive des apports se révèle supérieure à 91.384.807 euros, la différence viendra, à *due concurrence*, augmenter la prime de fusion.

1.4 Rémunération des apports

La rémunération des apports a été fixée conventionnellement par les parties sur la base d'une comparaison des valeurs réelles des actions de STE d'une part et d'AFFINE d'autre part. Sur ces bases, les parties ont arrêté un rapport d'échange d'1 action STE émise en rémunération de 3 actions AFFINE.

En conséquence, en rémunération des apports, la société STE émettra 3.352.023 actions nouvelles de 5 euros de valeur nominale et procédera ainsi à une augmentation de capital d'un montant de 16.760.115 euros.

Le capital social de STE sera porté de 61.446.740 euros à 78.206.855 euros.

La différence entre la valeur définitive des apports et le montant de l'augmentation de capital constituera une prime de fusion, dont le montant provisoire s'établit à 74.624.692 euros.

Prime de fusion provisoire	
En euros	
Actif net prévisionnel apporté après abattement technique forfaitaire (A)	91 384 807
Augmentation de capital de STE (B)	16 760 115
Prime de fusion provisoire (A) - (B)	**74 624 692**

Aux termes des articles 5.2 et 5.4 du Traité de fusion :

- en ce qui concerne les ORA AFFINE, il sera substitué à chacune des ORA non remboursée à la Date de Réalisation de la Fusion une ORA STE assortie des mêmes termes et conditions, sous réserve du nombre maximal d'actions susceptibles d'être émises en remboursement des ORA qui s'élèvera à 75.296[8] actions ordinaires STE ;

- en ce qui concerne les TSDI AFFINE, il sera substitué à chaque TSDI non remboursé à la Date de Réalisation de la Fusion un TSDI STE assorti des mêmes termes et conditions ;

- au plus tard à la Date de Réalisation de la Fusion, la totalité des actions auto-détenues par AFFINE sera affectée au plan d'actions gratuites AFFINE existant.

S'agissant des rompus, leur traitement est exposé à l'article 1.5 du Traité de fusion.

[8] 362 ORA en circulation * 624 actions AFFINE pour chaque ORA émise tenant compte d'une parité d'échange de 1 action STE pour 3 actions AFFINE.

2 DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1 Diligences

En exécution de la mission qui nous a été confiée, nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société absorbante sur la valeur des apports. Elle ne saurait être assimilée à une mission de *« due diligence »* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut pas être utilisé dans ce contexte. Par ailleurs, la Fusion s'inscrit dans le cadre d'une opération sur laquelle nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, patrimonial, fiscal, juridique ou comptable.

Nos travaux ont notamment intégré :

- des entretiens avec les responsables des sociétés STE et AFFINE, ainsi qu'avec leurs Conseils, pour prendre connaissance de l'opération proposée, du contexte dans lequel elle se situe, et des modalités comptables, financières, juridiques et fiscales envisagées ;

- une revue du Traité de fusion signé en date du 8 novembre 2018 et de ses annexes ;

- une revue de la réalité, de la pleine et entière propriété et de la libre transmissibilité des éléments apportés ;

- un contrôle de la conformité du principe de valorisation des apports à la valeur réelle avec les dispositions de la réglementation comptable applicable ;

- une prise de connaissance de la communication financière des sociétés STE et AFFINE ;

- une revue du document de référence au 31 décembre 2017 et du rapport financier semestriel au 30 juin 2018 d'AFFINE ainsi que de l'opinion des commissaires aux comptes sur ces états financiers ;

- une prise de connaissance des rapports d'expertise immobilière au 31 décembre 2017 et au 30 juin 2018 relatifs aux actifs immobiliers détenus par AFFINE et ses filiales, complétée d'entretiens avec les experts immobiliers sur une sélection d'actifs, en présence de l'expert immobilier mandaté par nos soins ;

- une prise de connaissance du rapport de l'expert immobilier mandaté par nos soins portant sur le patrimoine immobilier de STE et AFFINE établi en date du 6 novembre 2018 ;

- l'examen de la documentation associée aux actifs d'AFFINE dont la cession est envisagée ;

- une revue des comptes individuels de la société AFFINE au 30 juin 2018, et du rapport d'examen limité sans observation établi par les commissaires aux comptes ;

- une revue des comptes individuels des filiales d'AFFINE au 31 décembre 2017 ainsi que de la balance générale de ces entités au 30 juin 2018 ;

- l'analyse des travaux d'évaluation financière de la société absorbée effectués par les conseils financiers des sociétés STE et AFFINE pour la fixation du rapport d'échange ;

- la mise en œuvre de nos propres travaux relatifs à la valorisation des apports et à la valorisation multicritère d'AFFINE ;

- la mesure de la sensibilité de la valeur des apports à la variation des principaux paramètres d'évaluation retenus.

Nous avons également obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de la société absorbée confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission et notamment l'absence (i) de tout élément susceptible d'affecter la libre transmission des actifs apportés et des passifs transmis et (ii) de tout événement de nature à remettre en cause l'évaluation des apports.

2.2 Méthode de valorisation des apports

Comme exposé au § 1.3.4 du présent rapport, aux termes du Traité de fusion, les apports sont évalués sur la base de la valeur réelle des éléments d'actifs apportés et de passifs transmis.

A ce titre, nous observons que :

- la Fusion de deux sociétés françaises est régie par les dispositions des articles L236-1 et suivants du Code de commerce ;

- dès lors, elle est soumise aux dispositions du Titre VII du Règlement 2014-03[9] de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan comptable général ;

- avant la Fusion, les sociétés STE et AFFINE se trouvent dans une situation de « contrôle distinct », au sens de l'article 741-1 dudit Règlement ;

- la présente opération ne constitue par ailleurs pas une fusion « à l'envers », dans la mesure où l'actionnaire de référence de la société absorbée[10] ne prend pas le contrôle de la société absorbante après la Fusion ;

- en application du Règlement 2014-03 précité, l'évaluation des apports est donc à réaliser sur la base de la valeur réelle des éléments apportés.

La méthode de valorisation des apports n'appelle pas d'observation de notre part.

2.3 Réalité des apports

Nous avons apprécié la réalité des apports au regard de l'absence d'éléments identifiés susceptibles de remettre en cause leur caractère transférable au titre de la Fusion.

La Fusion constituant une transmission universelle de patrimoine, l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs d'AFFINE seront transférés à la société STE dans l'état où ils se trouveront à la Date de Réalisation de la Fusion, comme rappelé à l'article 1.2 du Traité de fusion.

[9] Intégrant les modifications résultant du Règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017.
[10] Holdaffine.

A cet égard, nous nous sommes assurés que :

- les comptes, au 31 décembre 2017, d'AFFINE et de ses filiales[11] avaient été certifiés sans réserve par leurs commissaires aux comptes ;

- les comptes consolidés et les comptes individuels d'AFFINE au 30 juin 2018 ont fait l'objet d'un examen limité sans observation par ses commissaires aux comptes ;

- les registres des mouvements de titres de l'ensemble des sociétés dont les titres sont apportés confirment leur détention par AFFINE et ses filiales ;

- AFFINE et ses filiales sont, au titre des actes notariés qui nous ont été transmis, propriétaires des actifs immobiliers apportés ;

- en ce qui concerne les contrats de prêts, comme mentionné à l'article 4.1-3 du Traité de fusion, souscrits par la société absorbée et ses filiales qui comportent des clauses restreignant leur libre transmission à la société absorbante, *« les parties au Traité coopéreront pleinement afin d'obtenir de chacun des prêteurs au titre de ces contrats, au plus tard huit (8) jours avant la Date de Réalisation, qu'il consente à la transmission de son contrat de prêt à la Société Absorbante et renonce aux clauses d'exigibilité applicables en cas de changement de contrôle de la Société Absorbée »* et *« en cas de refus de la part de certains prêteurs, la Société Absorbante fera son affaire personnelle du remboursement des créances devenues exigibles à l'issue de la Fusion en vertu des contrats de prêts concernés »* ; à ce titre, nous nous sommes assurés que STE est en mesure de se substituer à chacun des prêteurs au titre de ces contrats dans la mesure où (i) la convention de trésorerie d'un montant maximal de 350 millions d'euros conclue le 22 novembre 2016 entre la SMABTP et STE est toujours en vigueur et (ii) aucun tirage associé à cette convention n'a été réalisé par STE à la date du présent rapport[12] ;

- en ce qui concerne les engagements d'AFFINE relatifs à ses actifs[13], rappelés dans l'annexe 2.4 du Traité de fusion, l'article 4.1- 5 dudit traité stipule que la société STE *« … sera subrogée dans tous les droits, actions, hypothèques, privilèges et inscriptions qui peuvent être attachés aux biens et droits de la Société Absorbée »* ; il nous a par ailleurs été confirmé que ces éléments ne conduisent pas à restreindre la libre transmission des actifs d'AFFINE à STE au regard notamment de l'engagement spécifique de substitution pris par STE à l'article 4.1-3 du Traité de fusion permettant d'éviter toute mise en jeu de ces garanties dans le cadre de la Fusion.

2.4 Valeur individuelle des apports

La valeur individuelle des apports correspond à la valeur réelle de chacun des actifs apportés et des passifs transmis représentatifs de l'intégralité du patrimoine d'AFFINE tel qu'il existera à la date d'effet comptable des apports, soit la Date de Réalisation de la Fusion.

[11] Pour celles devant nommer un commissaire aux comptes.
[12] Ce qui nous a été confirmé par SMABTP.
[13] Il s'agit notamment :
- des nantissements attachés à certaines lignes de participations ;
- des hypothèques octroyées pour l'obtention de financements ;
- des cautions et garanties bancaires données.

Pour les besoins de la rédaction du Traité de fusion, des valeurs individuelles provisoires des apports à la Date de Réalisation de la Fusion ont été estimées, sur la base :

- de la valeur nette comptable des éléments inscrits au bilan social de la société AFFINE au 30 juin 2018 issue des comptes individuels de la société à cette date ;

- de l'estimation de la valeur réelle des éléments du patrimoine de la société AFFINE au 30 juin 2018 ;

- de la projection de ces valeurs réelles à la Date de Réalisation de la Fusion tenant compte des évènements postérieurs au 30 juin 2018 déjà connus ou anticipés.

La juste valeur retenue pour chacun des biens immobiliers est cohérente avec sa valeur d'expertise, son coût d'acquisition ou son prix de cession le cas échéant pour les transactions récentes.

2.4.1 Opinion des commissaires aux comptes sur les comptes individuels de la société AFFINE au 30 juin 2018

Les principales composantes du bilan d'AFFINE issu des comptes individuels de la société, établis au 30 juin 2018, sont :

- des terrains et constructions relatifs aux actifs immobiliers détenus en direct ;

- des titres de participation détenus dans des filiales propriétaires d'actifs immobiliers ;

- des prêts et emprunts intragroupes *via* des comptes courants ;

- des quasi-fonds propres tels que des TSDI et des ORA ;

- des dettes financières contractées auprès d'organismes bancaires pour financer l'acquisition et le développement du patrimoine immobilier.

Cette situation comptable semestrielle a fait l'objet d'un examen limité sans observation par les commissaires aux comptes.

2.4.2 Estimation de la valeur réelle des éléments d'actifs et de passifs de la société AFFINE à la Date de Réalisation de la Fusion

Nous avons procédé à l'examen de la valeur réelle des différents éléments d'actifs et de passifs de la société AFFINE estimée à la Date de Réalisation de la Fusion à partir :

- d'une estimation de la valeur réelle du patrimoine d'AFFINE au 30 juin 2018 ;

- des évènements du second semestre 2018 connus à ce jour ou anticipés.

Parmi les actifs apportés et les passifs transmis figurent notamment les éléments suivants :

<u>Immobilisations incorporelles et corporelles</u>

Suite à la levée prévue par AFFINE sur le second semestre 2018 de l'ensemble des options d'achat relatives aux contrats de crédit-bail, dans lesquels la société AFFINE était directement crédit-preneur, la valeur prévisionnelle des immobilisations incorporelles à la Date de Réalisation de la Fusion est nulle.

La valeur réelle des actifs immobiliers détenus directement par la société AFFINE a été estimée à partir des expertises immobilières établies au 30 juin 2018 ainsi que des événements connus à ce jour pouvant avoir un impact sur celles-ci, principalement des cessions d'actifs réalisées ou anticipées pour lesquelles le prix de cession a été retenu.

Titres de participation

La valeur réelle des titres de participation a été estimée par AFFINE à partir :

- de l'actif net comptable réévalué des différentes participations déterminé sur la base de la balance générale des filiales au 30 juin 2018 ;

- des expertises immobilières établies sur le patrimoine de ces sociétés au 30 juin 2018 ;

- de la valorisation du droit attaché à l'existence de contrats de crédit-bail dans lesquels les filiales d'AFFINE sont directement crédit-preneur ;

- des événements connus à ce jour pouvant avoir un impact sur la situation de la filiale et de leurs actifs ; il s'agit principalement de la cession anticipée de la participation dans BANIMMO (§ 1.2.2.5), retenue pour le prix d'offre.

Autres créances

Les autres créances comprennent principalement les comptes courants débiteurs avec l'ensemble des filiales du groupe AFFINE pour lesquels un état de réconciliation confirmant la réciprocité de ces soldes avec ceux des filiales a été établi par la société AFFINE.

L'estimation de la valeur réelle des comptes courants débiteurs tient compte du résultat des travaux réalisés sur la valorisation des différentes lignes de participation tels que présentés précédemment.

Charges à répartir

Le poste de charges à répartir a été considéré comme représentatif de non-valeur et n'impacte donc pas la valeur réelle des apports.

Autres fonds propres

Les autres fonds propres, composés des TSDI et ORA émis par la société AFFINE et des intérêts courus associés, ont été retenus pour leur valeur nominale considérée comme représentative de leur valeur réelle au regard de leurs modalités de remboursement.

Emprunts obligataires

À la suite de son remboursement en octobre 2018, à échéance, le solde du poste d'emprunts obligataires est nul.

Emprunts et dettes financières divers

Les emprunts et dettes financières divers comprennent principalement les comptes courants créditeurs avec l'ensemble des filiales du groupe AFFINE pour lesquels un état de réconciliation confirmant la réciprocité de ces soldes avec ceux des filiales a été établi par la société AFFINE.

Disponibilités /Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit

Les postes de disponibilités et d'emprunts et dettes auprès des établissements de crédit ont été estimés par référence à la variation de trésorerie prévisionnelle attendue de la société AFFINE postérieurement au 30 juin 2018.

2.4.3 Caractère provisoire des valorisations individuelles retenues dans le Traité de fusion

Les valeurs réelles individuelles des apports, estimées à la Date de Réalisation de la Fusion et mentionnées dans le Traité de fusion, sont présentées à titre provisoire.

Dans ces conditions, nous ne sommes, par principe, pas en mesure de nous prononcer sur les valeurs individuelles des apports, dont la détermination résultera de l'établissement d'une situation comptable et financière non connue à ce jour.

Cette remarque ne remet pas en cause la valeur globale des apports.

2.5 Valeur globale des apports

Nous avons également apprécié la valeur des apports, d'un montant total de 91.384.807 euros (§ 1.3.4.2), considérée dans son ensemble.

Pour ce faire, nous nous sommes notamment référés :

- à la valorisation globale de la société AFFINE extériorisée par la parité d'échange proposée de 1 action STE pour 3 actions AFFINE au titre de la Fusion ;
- à la transaction récente intervenue les 15 et 17 novembre 2017 sur le capital d'AFFINE avec l'entrée du groupe SMA formé par le concert composé des sociétés d'assurance mutuelle SMABTP et SMAvie BTP ;
- à l'analyse du cours de bourse préalablement à l'annonce de l'opération et des cours cible d'AFFINE ;
- à la mise en œuvre de l'approche patrimoniale fondée sur l'ANR de la société AFFINE établi à partir des comptes individuels au 30 juin 2018 et recoupé avec l'ANR EPRA publié par la société dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés semestriels ;
- à des méthodes d'évaluation complémentaires s'appuyant sur (i) l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie de la société AFFINE et, (ii) les méthodes analogiques par référence aux multiples boursiers et transactionnels identifiés sur des sociétés considérées comme comparables à la société AFFINE.

2.5.1 Approche par référence au rapport d'échange de la Fusion

Nous avons approché la valeur intrinsèque de la société AFFINE par référence à la parité d'échange offerte dans le cadre de la Fusion.

L'application de la parité d'échange de 1 action STE pour 3 actions AFFINE aux critères jugés pertinents pour la valorisation de STE, à savoir (i) le cours de bourse apprécié sur plus ou moins longue période préalablement à l'annonce de l'opération et (ii) l'ANR EPRA publié de la société, conforte la valeur globale des apports.

2.5.2 Approche par référence à la transaction récente de référence

Les 15 et 17 novembre 2017, le groupe SMA a pris une participation de 21 % dans le capital d'AFFINE au prix de 15,9 euros par action, soit une valeur globale d'AFFINE sur cette base de l'ordre de 159,9[14] millions d'euros.

Cette valeur est supérieure à la valeur globale des apports.

2.5.3 Approche par référence au cours de bourse

La méthode des cours de bourse est fondée sur l'observation, lorsqu'une société est cotée, de son cours de bourse sur différentes périodes. AFFINE étant une entité cotée, l'analyse de son cours de bourse sur une plus ou moins longue période permet d'obtenir une indication de la valeur de la société.

L'analyse des cours moyens pondérés par les volumes des transactions sur des périodes allant de 1 à 12 mois préalablement à l'annonce de l'opération permet de conforter la valeur globale des apports.

2.5.4 Approche par référence à l'ANR

L'ANR est un critère d'évaluation incontournable dans le cas de sociétés foncières ; il est publié par AFFINE dans son document de référence.

L'ANR EPRA est un indicateur de mesure de la juste valeur de l'actif net d'une société foncière déterminé par AFFINE à partir de ses capitaux propres consolidés IFRS part du groupe retraités (i) de la valeur comptable des TSDI, ceux-ci étant considérés comme un élément de dette, (ii) de la juste valeur des instruments financiers et (iii) de l'imposition différée nette.

L'ANR EPRA triple net se calcule à partir de l'ANR EPRA après prise en compte de (i) la juste valeur des instruments financiers et (ii) de la juste valeur de la dette d'AFFINE[15].

Pour les besoins du Traité de fusion, et comme précisé à l'annexe 1.3 dudit traité, la société AFFINE a estimé la valeur globale des apports à partir des comptes individuels au 30 juin 2018 en tenant compte des évaluations des experts immobiliers au 30 juin 2018 réalisées selon leurs normes professionnelles ainsi que des évènements connus à ce jour pouvant avoir un impact sur celle-ci.

Pour les besoins de nos travaux, nous avons également tenu compte des commentaires mis en avant dans le rapport de l'expert immobilier tiers mandaté par nos soins portant sur les patrimoines immobiliers de STE et AFFINE établi en date du 6 novembre 2018 et des analyses réalisées pour notre appréciation de la rémunération.

Nos analyses mettent en avant des valeurs supérieures à la valeur globale des apports.

2.5.5 Approche intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

A titre de recoupement, nous avons évalué la société AFFINE par la méthode des flux de trésorerie actualisés revenant aux actionnaires d'AFFINE.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie repose sur l'estimation de la valeur des

[14] 10.056.071 actions en circulation en novembre 2017 * 15,9 euros.
[15] Le principal impact au 30 juin 2018 chez AFFINE résulte de la mise à la juste valeur des TSDI.

capitaux propres d'AFFINE sur la base des flux de trésorerie disponibles revenant aux actionnaires, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par ces derniers.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, est fondé sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable. Il tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Nous avons retenu le plan prévisionnel établi par la direction d'AFFINE sur la période 2018 – 2021. Notre analyse de ce plan s'est appuyée sur les réalisations des derniers exercices, des programmes de développement décidés à ce jour et des perspectives de marché.

Nous avons complété notre revue de ce plan par la mise en œuvre d'analyses de sensibilité des données prévisionnelles à un maintien du montant des charges de structure historiques et à une diminution du ratio *Loan To Value* cible à l'horizon de la période d'extrapolation.

En outre, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires prévisionnel permettant de prendre en considération la mise en exploitation des investissements estimés sur la période de prévisions.

La valeur terminale, correspondant à la valeur des capitaux propres à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif, actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Le taux utilisé, pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie, a été calculé sur la base des données financières actuelles, notamment en matière de taux d'intérêt et de prime de risque de marché. Le taux de croissance à l'infini a été déterminé à partir des projections de niveau d'inflation en France, telle que publiée par le FMI.

Les résultats ressortant de nos travaux de valorisation permettent de conforter la valeur globale des apports.

2.5.6 Approche analogique par référence aux multiples boursiers

L'approche de valorisation par les comparables boursiers consiste à valoriser la société absorbée par référence aux multiples boursiers observés sur des sociétés cotées réputées comparables en termes d'activité, de modèle économique, de taille et d'implantation géographique ; au cas présent, il s'agit prioritairement du multiple d'ANR EPRA et du multiple de *cash-flow* courant.

Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés par référence aux similitudes existantes en termes de localisation géographique des actifs exploités (Ile de France et régions) et du type de ces actifs.

Les résultats ressortant de nos travaux sont plus élevés que la valeur globale des apports.

3 SYNTHESE ET CONCLUSION

3.1 Synthèse

En application de la réglementation comptable, les actifs apportés et les passifs transmis seront apportés pour leur valeur réelle.

Compte tenu de la date d'effet comptable prospective de réalisation de la Fusion, la valeur réelle individuelle de chacun des actifs et des passifs fait l'objet dans le Traité de fusion d'une estimation provisoire. Dès lors, nous ne nous prononçons pas sur les valeurs individuelles des apports dont le montant définitif sera arrêté à l'issue de la Fusion.

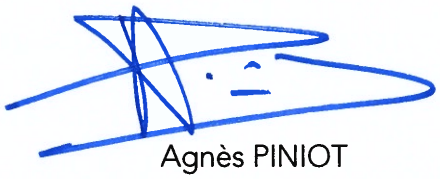
La valeur globale des apports a été fixée à un montant provisoire de 91.384.807 euros, qui est conforté par l'ensemble des travaux de valorisation et d'analyse de la valeur d'AFFINE, ce qui nous permet de formuler une conclusion comme suit.

3.2 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports retenue s'élevant à 91.384.807 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante majorée de la prime de fusion.

Fait à Paris le 12 novembre 2018

Les commissaires à la fusion



Agnès PINIOT

Olivier PERONNET