

DK EXPERTISES & CONSEIL

Didier KLING
28 avenue Hoche
75008 Paris

FINEXSI AUDIT

Olivier PERONNET
14 rue de Bassano
75016 Paris

ICADE

Société anonyme au capital de 112.966.652,03 euros
27, rue Camille Desmoulins
92130 Issy-les-Moulineaux
RCS Nanterre n° 582 074 944

**FUSION-ABSORPTION DE LA SOCIETE ANF IMMOBILIER
PAR LA SOCIETE ICADE**

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA VALEUR DES APPORTS**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Nanterre du 14 février 2018*

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA VALEUR DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES
PAR LA SOCIETE ANF IMMOBILIER A LA SOCIETE ICADE**

Mesdames, Messieurs les actionnaires de la société ICADE,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 14 février 2018 concernant la fusion par absorption de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE, nous avons établi le présent rapport prévu par les articles L. 236-10 et L. 225-147 du Code de commerce.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération des apports, en application des dispositions de l'article L. 236-10 du Code de commerce.

L'actif net apporté a été arrêté dans le traité de fusion-absorption signé par les représentants des sociétés concernées en date du 16 mai 2018. 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 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.

Aucun avantage particulier n'est stipulé dans cette opération.

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

A aucun moment nous nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nos constatations et conclusion sont présentées ci-après selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports.....	4
1.1. Présentation des sociétés participant à l'opération	4
1.1.1. ICADE - Société absorbante.....	4
1.1.2. ANF IMMOBILIER - Société absorbée	5
1.1.3. Lien entre la société absorbée et la société absorbante.....	6
1.2. Contexte de l'opération	7
1.3. Modalités générales de l'opération.....	7
1.4. Conditions suspensives.....	8
1.5. Description et évaluation des apports.....	8
1.6. Rémunération des apports	10
1.6.1. Rapport d'échange.....	10
1.6.2. Augmentation de capital	10
1.6.3. Prime de fusion.....	10
1.6.4. Mali de fusion.....	11
2. Diligences effectuées et appréciation de la valeur des apports	11
2.1 Diligences effectuées.....	11
2.2 Choix de la valeur d'apport	13
2.3 Appréciation de la valeur des apports.....	13
2.3.1 Valeurs individuelles et réalité des apports	13
2.3.2 Appréciation de la valeur globale des apports.....	14
3. Conclusion	15

1. Présentation de l'opération et description des apports

Il résulte, en substance, du traité de fusion-absorption signé entre les parties le 16 mai 2018 les informations suivantes :

1.1. Présentation des sociétés participant à l'opération

1.1.1. ICADE - Société absorbante

ICADE est une société anonyme à conseil d'administration dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000035081.

ICADE a opté pour le régime fiscal des sociétés d'investissements immobiliers cotées ("SIIC") visé aux articles 208 C et suivants du Code général des impôts.

Son capital social s'élève à 112.966.652,03 euros, divisé en 74.111.186 actions ordinaires intégralement libérées et toutes de même catégorie, les statuts d'Icade ne mentionnant pas de valeur nominale de ces actions, dont 206.644 actions auto-détenues hors contrat de liquidité.

Elle a consenti des options de souscription d'actions, exerçables depuis le 4 mars 2015, dont 24.800 restaient en circulation à la date de signature du traité de fusion-absorption.

Par ailleurs, 72.613 actions gratuites ICADE seront en période d'acquisition à la date prévue de réalisation de la fusion-absorption.

Le siège social de la société est situé 27, rue Camille Desmoulins à Issy-les-Moulineaux (92130).

Elle a pour objet :

« - l'acquisition, la construction, l'exploitation, sous quelque forme que ce soit, de tous biens, terrains et droits immobiliers ou immeubles situés en France ou à l'étranger, et notamment de tous locaux d'activités, bureaux, commerces, habitations, entrepôts ou salles de ventes publiques, restaurants, débits de boissons, de toutes voies de communication, de toutes valeurs mobilières, droits sociaux et de tous patrimoines, pouvant constituer l'accessoire ou l'annexe desdits biens ;

- la réalisation de toutes études tant pour son propre compte que pour celui de ses filiales ou de tiers, se rapportant à cette activité ;

- toutes opérations de transport, transit, manutention, commission de transport, d'auxiliaire des transports et activités annexes ;

- toutes assistances et tous services d'ordre administratif, comptable, financier et de gestion à l'ensemble des filiales et participations, ainsi que l'apport aux sociétés de son groupe de tous moyens matériels ou financiers notamment par la réalisation d'opérations de trésorerie, assurant ou favorisant leur développement ainsi que toutes réalisations ou concours à toutes études économiques, techniques, juridiques, financières ou autres, sans restriction autre que le respect de la législation en vigueur ;
- l'activité d'agent immobilier, et tout ce qui est relatif à la négociation mobilière, immobilière ou commerciale en qualité d'intermédiaire ; à cet effet, la création, l'acquisition, la prise à bail, l'installation, l'exploitation de tous établissements se rapportant à l'activité d'agent immobilier ;
- l'exercice de tout mandat de gestion immobilière et notamment le recouvrement de loyers et charges auprès de locataires ;
- toutes opérations liées à l'exploitation d'immeubles ou services rendus aux occupants d'immeubles ;
- la prise de participation ou d'intérêt direct ou indirect de la société à toutes activités ou opérations industrielles, commerciales ou financières, mobilières ou immobilières, en France ou à l'étranger, de toute nature, sous quelque forme que ce soit, créées ou à créer, dès lors que ces activités ou opérations peuvent se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires ;
- et, plus généralement, toutes opérations de quelque nature qu'elles soient, économiques ou juridiques, financières, civiles ou commerciales, pouvant se rattacher, directement ou indirectement à cet objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires. »

La société clôture son exercice social au 31 décembre.

1.1.2. ANF IMMOBILIER - Société absorbée

ANF IMMOBILIER est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000063091.

ANF IMMOBILIER a opté pour le régime fiscal des SIIC visé aux articles 208 C et suivants du Code général des impôts.

Son capital social s'élevé à 19.009.271 euros, divisé en 19.009.271 actions, intégralement libérées et toutes de même catégorie, dont 664.991 actions auto-détenues et 12.868 actions gratuites ANF IMMOBILIER acquises au titre du plan d'attribution d'actions gratuites ayant fait l'objet d'une attribution le 16 mars 2015 mais encore soumises à une période d'indisponibilité fiscale et sociale à la date de réalisation de la fusion-absorption. Les statuts d'ANF ne mentionnent pas de valeur nominale de ces actions.

Parmi les 664.991 actions auto-détenues ANF IMMOBILIER, 464.183 servent à couvrir les engagements d'ANF IMMOBILIER au titre des plans d'attribution d'actions gratuites (19.674 actions) et de stock-options (444.509 actions). Les 200.808 actions auto-détenues restantes seront annulées de plein droit.

La société a pour objet :

« - l'acquisition par voie d'achat, d'échange, d'apport en nature ou autre, ainsi que la prise à bail ou en emphytéose, de tous immeubles, bâtis ou non bâtis ;

- la construction d'immeubles et toutes opérations ayant un rapport direct ou indirect avec la construction de ces immeubles ;

- le financement des acquisitions et des opérations de construction ;

- l'exploitation, par location ou autrement, l'administration et la gestion de tous immeubles pour son compte ou pour le compte de tiers ;

- l'aliénation de tous biens ou droits immobiliers par voie de vente, échange, apport ou autre ;

- la fourniture de toutes prestations de service à tout organisme ou société du groupe auquel elle appartient ;

- l'acquisition, la gestion et la cession, par tous moyens, de toutes participations minoritaires ou de contrôle, et plus généralement de tous titres, cotés ou non, et de tous droits mobiliers ou immobiliers, français et étrangers, dans toutes sociétés ou organismes dont les activités sont en rapport avec l'objet social ;

- l'octroi de cautions, avals et garanties afin de faciliter le financement de filiales ou de sociétés dans lesquelles la société détient une participation ;

- et plus généralement toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles ou commerciales, se rattachant directement ou indirectement à l'un de ces objets ou à tout objet similaire ou connexe et susceptibles d'en faciliter le développement et la réalisation. »

La société clôture son exercice social au 31 décembre.

1.1.3. Lien entre la société absorbée et la société absorbante

ICADE détient à la date de signature du traité de fusion 17.267.439¹ actions d'ANF IMMOBILIER, représentant environ 90,84% du capital et 90,56% des droits de vote de cette société.

¹ Dont 1.000 actions prêtées par ICADE à certains membres du conseil de surveillance d'ANF en vertu de prêts de consommation qui seront résiliés préalablement à la date de réalisation

Par ailleurs, les deux sociétés ont les dirigeants et administrateurs communs suivants :

- Le directeur général d'ICADE, Monsieur Olivier WIGNIOLLE, est président du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
- Madame Emmanuelle BABOULIN, président du directoire d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.
- Madame Victoire AUBRY, membre du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.
- Monsieur Antoine de CHABANNES, membre du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.

1.2. Contexte de l'opération

L'opération de fusion-absorption envisagée s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe Icade et s'inscrit dans la continuité des opérations intervenues en 2017 et, notamment :

- (i) L'acquisition par ICADE, le 23 octobre 2017, de la participation majoritaire détenue par EURAZEO dans ANF IMMOBILIER (à savoir 50,48% du capital et 50,23% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché de 9.596.267 actions ;
- (ii) L'acquisition par ICADE, le 13 novembre 2017, de la participation détenue par CAISSE D'EPARGNE CEPAC dans ANF IMMOBILIER (à savoir 6,42% du capital et 6,39% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché de 1.219.914 actions ;
- (iii) L'offre publique d'achat consécutive au franchissement par ICADE des seuils de 30% et 50% du capital social et des droits de vote d'ANF IMMOBILIER à la suite des opérations visées au (i) et (ii) ci-avant, étant précisé que la participation d'ICADE dans ANF IMMOBILIER représentait (a) avant ladite offre, 56,90 % du capital et 56,61 % des droits de vote et (b) après l'offre, 84,65 % du capital et au moins 84,28 % des droits de vote d'ANF IMMOBILIER.

Dans le cadre de l'offre publique d'achat, ICADE avait précisé dans la note d'information ayant reçu le visa de l'Autorité des marchés financiers n°17-587 du 14 novembre 2017 son intention de procéder à la fusion-absorption d'ANF IMMOBILIER par ICADE.

1.3. Modalités générales de l'opération

La présente opération de fusion-absorption est placée sous le régime juridique des fusions et, en matière d'impôt sur les sociétés, sous le régime de faveur prévu à l'article 210 A du Code général

des impôts. En matière de droit d'enregistrement, l'opération est soumise au droit fixe conformément aux dispositions de l'article 816 du même Code.

La fusion-absorption prendra effet sur le plan comptable et fiscal rétroactivement au 1er janvier 2018.

1.4. Conditions suspensives

La présente opération de fusion-absorption est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Décision de l'Autorité des marchés financiers constatant qu'il n'y a pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait sur les actions ANF IMMOBILIER sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ANF IMMOBILIER (y inclus notamment l'approbation de la dissolution sans liquidation d'ANF IMMOBILIER et la transmission universelle de son patrimoine à ICADE) ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale des porteurs d'actions à droit de vote double d'ANF IMMOBILIER conformément à l'article L. 225-99 du Code de commerce ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ICADE (y inclus notamment l'approbation de la valeur nette comptable de l'actif net transmis, de la parité d'échange et de l'augmentation de capital d'ICADE en rémunération de la fusion-absorption).

A défaut de réalisation de la fusion le jour de son approbation par l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante, laquelle devra intervenir à l'issue de l'expiration du délai d'opposition des créanciers et, sauf accord contraire écrit des parties, au plus tard le 30 juin 2018 inclus, le traité fusion sera caduc sans qu'aucune indemnité ne soit due de part ni d'autre.

1.5. Description et évaluation des apports

Aux termes du traité de fusion, l'intégralité des éléments d'actif et de passif de la société absorbée, ainsi que des engagements hors bilan et sûretés, constituant le patrimoine de la société ANF IMMOBILIER, est transmise à la société absorbante sous les garanties ordinaires de fait et de droit et sous réserve de la réalisation préalable des conditions suspensives.

Ces éléments du patrimoine d'ANF IMMOBILIER sont apportés à leur valeur nette comptable, telle qu'elle figure dans ses comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2017, ayant fait l'objet d'une certification pure et simple de ses commissaires aux comptes, et se présentent comme suit :

	<u>Montants bruts</u>	<u>A&D</u>	<u>Montants nets</u>
ACTIF			
Immobilisations incorporelles	1 470 285 €	1 320 860 €	149 425 €
Immobilisations corporelles	151 644 307 €	23 053 047 €	128 591 261 €
Immobilisations financières	132 630 994 €	985 202 €	131 645 792 €
Total actif immobilisé	285 745 587 €	25 359 109 €	260 386 478 €
Créances	14 092 381 €	2 155 598 €	11 936 783 €
Divers (disponibilités et VMP)	67 151 452 €	3 545 204 €	63 606 248 €
Comptes de régularisation	50 169 €	- €	50 169 €
Total actif circulant	81 294 002 €	5 700 803 €	75 593 200 €
Charges à répartir	1 270 039 €	1 270 039 €	- €
Montant total des actifs	368 309 629 €	32 329 951 €	335 979 678 €
PASSIF			
Provisions pour risques et charges			769 484 €
Dettes financières			13 747 128 €
Dettes d'exploitation			7 781 830 €
Comptes de régularisation			58 834 €
Montant total du passif			22 357 276 €
Actif net d'ANF Immobilier au 31 décembre 2017			313 622 402 €

A&D = Amortissements & Dépréciations

Afin de déterminer l'actif net apporté, les parties ont également tenu compte :

- d'une part, de la distribution du dividende de 0,80 euro par action décidée par l'assemblée générale du 24 avril 2018 et versée le 4 mai 2018, soit 14.675.280 euros en déduction de l'actif net au 31 décembre 2017, et
- d'autre part, de l'annulation de plein droit des 200.808 actions auto-détenues par ANF IMMOBILIER et ne servant pas de couverture aux plans d'attribution d'actions gratuites et de stock-options² d'une valeur nette comptable de 4.439.865 euros, qui viennent également en déduction de l'actif net au 31 décembre 2017.

Sur ces bases, l'actif net apporté est déterminé comme suit :

Actif net d'ANF Immobilier au 31 décembre 2017	313 622 402 €
<i>Déduction du montant de la distribution de dividendes versé le 4 mai 2018</i>	<i>14 675 280 €</i>
<i>Annulation de la valeur nette comptable des actions auto-détenues ANF Immobilier (hors couverture des plans d'attribution d'actions gratuites et de stock-options)</i>	<i>4 439 865 €</i>
Actif Net Apporté	294 507 257 €

² Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce.

1.6. Rémunération des apports

1.6.1. Rapport d'échange

La rémunération des apports a été fixée conventionnellement par les parties sur la base d'une comparaison des valeurs réelles de la société absorbante et de la société absorbée obtenues selon une analyse multicritère.

Sur ces bases, le rapport d'échange s'établit à 3 actions ICADE pour 11 actions ANF IMMOBILIER.

1.6.2. Augmentation de capital

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce, il ne sera procédé ni à l'échange des actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE, soit 17.267.439 actions ANF IMMOBILIER au 16 mai 2018, ni à l'échange des 200.808 actions auto-détenues ANF IMMOBILIER dont l'annulation est prévue.

En conséquence, la rémunération porte sur le solde, soit 1.541.024 actions ANF IMMOBILIER.

En rémunération de l'apport, la société bénéficiaire procédera à une augmentation de capital d'un montant nominal de 640.568,91 euros par émission de 420.242 actions nouvelles attribuées aux titulaires des 1.541.024 actions ANF IMMOBILIER considérées.

En cas de modification du nombre d'actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE et/ou du nombre d'actions composant le capital social d'ICADE, le nombre d'actions ICADE à émettre en rémunération de la fusion et corrélativement le montant nominal de l'augmentation de capital en résultant seraient ajustés de plein droit en conséquence.

Selon les termes du traité, les actionnaires d'ANF IMMOBILIER feront leur affaire personnelle de l'achat ou de la vente des actions formant rompus. Les intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier mandatés par la société absorbante céderont sur le marché les actions ICADE non attribuées correspondant aux droits formant rompus qui n'auront pas pu être regroupés et répartiront proportionnellement le prix obtenu entre les titulaires de ces droits.

A l'exception des actions nouvelles ICADE émises en rémunération de certaines actions ANF IMMOBILIER servant de couverture aux plans d'actions gratuites et de stock-options et qui seraient soumises à une période d'incessibilité ou à une période de conservation, les actions nouvelles ICADE porteront jouissance courante et bénéficieront des mêmes droits et seront entièrement assimilées aux actions ordinaires préalablement émises et composant le capital social d'ICADE. Elles seront entièrement libérées, libres de toute sûreté et admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS, sous le même numéro d'identification que les actions ordinaires préalablement émises et composant le capital social d'ICADE.

1.6.3. Prime de fusion

La différence entre le montant de la quote-part de l'actif net transmis correspondant aux actions ANF IMMOBILIER échangées, représentant 1.541.024 actions au 15 mai 2018, soit 24.129.709,65 euros, et le montant de l'augmentation de capital d'ICADE, soit 640.568,91 euros, constituera une prime de fusion, représentant 23.489.140,74 euros au 15 mai 2018, sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux.

1.6.4. Mali de fusion

La différence entre la valeur nette comptable des actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE, soit 382.243.654,09 euros au 15 mai 2018, et la quote-part de l'actif net transmis par la société absorbée correspondant, soit 270.377.547,54 euros au 15 mai 2018, constituera un mali de fusion s'élevant à 111.866.106,55 euros au 15 mai 2018.

2. Diligences effectuées et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour :

- contrôler la réalité et la propriété des actifs apportés, et apprécier l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- contrôler l'exhaustivité des passifs transmis ;
- vérifier les valeurs individuelles des apports ;
- vérifier que la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble est au moins égale à la valeur des apports proposée dans le traité de fusion-absorption ;
- s'assurer, jusqu'à la date du présent rapport, de l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

A cet effet, nos travaux ont consisté, pour l'essentiel en :

- des entretiens et réunions de travail avec les dirigeants et représentants des sociétés en présence, tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- l'examen des comptes annuels au 31 décembre 2017 de la société absorbée et l'obtention du rapport des commissaires aux comptes sur ces comptes, qui fait état d'une certification pure et simple ;
- la prise de connaissance des rapports de *due diligence* effectués à la demande d'ICADE sur ANF IMMOBILIER, principalement à l'occasion de l'offre publique d'achat simplifiée (*due diligences* juridique, fiscale et sociale) ;
- la prise de connaissance des diligences réalisées par l'étude THIBIERGE & ASSOCIES en charge des formalités notariales relatives à la transmission du patrimoine immobilier, complétée par la participation à une réunion de travail sur ces aspects ;
- la prise de connaissance des procédures d'identification et de suivi des clauses d'agrément et des obligations de notification envers les tiers dans le cadre de la présente fusion-absorption ;
- l'obtention et l'examen du budget 2018 de la société absorbée, approuvé par le conseil de surveillance du 13 décembre 2017, ainsi que des réalisations au 31 mars 2018 ;
- la revue des évaluations immobilières réalisées par BNPP RE, JLL et CBRE sur le patrimoine immobilier de la société absorbée au 31 décembre 2017, incluant une réunion de travail avec chacun des trois experts immobiliers afin de recueillir les explications complémentaires que nous avons estimé nécessaires ;
- la prise de connaissance et l'analyse des travaux d'évaluation portant sur ANF IMMOBILIER réalisés par la banque Rothschild afin de déterminer le rapport d'échange, incluant plusieurs échanges et réunions de travail afin d'obtenir des détails et explications complémentaires sur leurs travaux ;
- la référence aux travaux réalisés pour apprécier la valeur réelle de la société absorbée dans le cadre de notre appréciation de la rémunération des apports, tels que décrits dans notre rapport sur la rémunération ;
- la prise de connaissance de l'attestation d'équité établie par l'expert-indépendant, cabinet JPA, désigné le 8 février 2018 par le conseil de surveillance de la société absorbée dans le cadre de la présente fusion ;
- l'examen du traité de fusion-absorption du 16 mai 2018 et de ses annexes ;

- l'obtention d'une lettre d'affirmation signée par les représentants de la société absorbée et de la société absorbante.

Notre mission a pour objet de nous assurer que les apports ne sont pas surévalués. Elle ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité au sens des normes professionnelles. 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.

2.2 Choix de la valeur d'apport

S'agissant de la fusion-absorption de deux sociétés sous contrôle commun, le choix de la valeur nette comptable pour transcrire les présents apports est conforme aux dispositions des articles 710-1 et 743-1 du règlement n°2017-01 de l'Autorité des Normes Comptables relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées en vigueur.

Il n'appelle pas de commentaire de notre part.

2.3 Appréciation de la valeur des apports

2.3.1 Valeurs individuelles et réalité des apports

Les valeurs d'apports proposées, sur la base de la valeur nette comptable, sont directement issues des comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2017 de la société absorbée qui ont fait l'objet d'une certification sans réserve ni observation par ses commissaires aux comptes.

Le patrimoine d'ANF est constitué principalement de biens immobiliers. Dans le cadre de la communication périodique de son Actif Net Réévalué, ANF procède à l'évaluation de ces actifs sur la base d'expertises immobilières indépendantes qui s'appuient sur une approche multicritère conforme aux pratiques du secteur. Ces expertises immobilières ne remettent pas en cause la valeur nette comptable des différents biens immobiliers apportés et font globalement apparaître des valeurs réelles supérieures aux valeurs nettes comptables.

Nous avons examiné les paramètres de valorisation retenus par les experts immobiliers, notamment les taux de capitalisation ou d'actualisation utilisés, et nous nous sommes assurés de leur cohérence.

Nous avons également pris connaissance des diligences effectuées par les commissaires aux comptes concernant notamment leur appréciation des expertises immobilières et de la juste valeur des actifs qui en découlent, telles que rapportées au comité d'audit.

La mise en œuvre des approches de valorisation précitées n'appelle pas de remarque de notre part.

En outre, nous n'avons pas identifié d'événement significatif postérieur à la clôture de nature à remettre en cause les valeurs individuelles.

Sur la base de la prise de connaissance des formalités notariales relatives à l'apport et des procédures de suivi des clauses d'agrément et obligations de notifications au tiers, nous n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause la réalité et la libre transmission des actifs et passifs apportés.

De plus, nous nous sommes fait confirmer, par lettres d'affirmation sollicitées des parties, l'absence de toute restriction dans le transfert des actifs et passifs apportés.

Au terme de nos travaux, nous n'avons donc pas d'observation sur les valeurs individuelles figurant dans le bilan d'apport présenté dans le traité de fusion-absorption, qui correspond au bilan des comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2017 certifiés sans réserve ni observation par les commissaires aux comptes.

2.3.2 Appréciation de la valeur globale des apports

La valeur globale des apports est nettement inférieure à leur valeur réelle retenue pour fixer la rémunération. En particulier, nous relevons que la valeur globale des apports, après déduction du montant de la distribution des dividendes et annulation de la valeur nette des actions auto-détenues, soit 294.507.257 euros, est inférieure à :

- i. l'Actif Net Réévalué triple net EPRA publié au 31 décembre 2017 qui s'établit à 396,5 millions d'euros soit 381,8 millions d'euros sous déduction de la distribution de dividende intervenue le 4 mai 2018,
- ii. la capitalisation boursière d'ANF IMMOBILIER comprise dans une fourchette de 374,5 à 446,7 millions d'euros depuis le 1^{er} janvier 2018 jusqu'au 11 mai 2018,

qui constituent les critères d'évaluation examinés à titre principal pour notre appréciation de la rémunération des apports fondée sur les valeurs réelles.

De plus, les autres critères examinés, notamment l'approche des comparables boursiers retenue à titre secondaire, font également apparaître des valeurs supérieures à la valeur d'apport retenue, soit 334,8 millions d'euros³.

Par conséquent, au terme de nos travaux, nous n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause la valeur de l'actif net apporté.

³ Selon nos calculs, la valeur unitaire d'ANF issue de la méthode des comparables boursiers est de 17,8€ soit une valeur globale de 334,8 M€ [17,8€ * (19.009.271 - 200.808) actions].

3. 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 294.507.257 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 16 mai 2018

Les commissaires à la fusion

DK EXPERTISES & CONSEIL

Didier KLING

FINEXSI AUDIT

Olivier PERONNET

Commissaires à la fusion

Membres de la Compagnie Régionale de Paris