

Agnès PINIOT
LEDOUBLE
8 rue Halevy
75009 Paris

Olivier PERONNET
FINEXSI
14 rue de Bassano
75016 Paris

SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL

Société anonyme au capital de 61.446.740 euros
11-13, avenue de Friedland
75008 PARIS
RCS Paris n° 572 182 269

AFFINE R.E.

Société anonyme au capital de 25.000.000 euros
39, rue Washington
75008 PARIS
RCS Paris n° 712 048 735

**FUSION-ABSORPTION DE LA SOCIETE AFFINE
PAR LA SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL**

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

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de commerce de Paris du 3 octobre 2018*

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES
PAR LA SOCIETE AFFINE A LA SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

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 relative à la fusion par voie d'absorption de la société AFFINE (ci-après « **AFFINE** ») par la SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL (ci-après « **STE** »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui 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 un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. 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, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Synthèse et conclusion

1. Présentation de l'opération

Il résulte en substance 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, devrait 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 sur le marché 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, dont le 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 269¹.

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

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

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 ;*
- *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 ».*

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

Capital

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.

² Avec ses filiales.

Au 30 juin 2018³, 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 735⁴.

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.*

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,*

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.

- *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 1^{er} janvier 2003, AFFINE a opté pour le statut de SIIC. Elle détient un patrimoine immobilier estimé à 588 millions d'euros (hors droits)⁵.

Capital

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.

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

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.

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 225.888⁶ actions AFFINE nouvelles.

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.

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.

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 et sera clôturée le 8 novembre 2018.

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

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

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 (§ 1.2.1) ;
- 21,0 % du capital et 15,2 % des droits de vote d'AFFINE au 30 septembre 2018 (§ 1.2.2).

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) ;

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.

- 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.

Par ailleurs, tout évènement conduisant à un retard dans la réalisation de la Fusion tel que celle-ci 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’actif et de passif, à la Date de Réalisation de la Fusion.

En outre, les résultats provisoires obtenus ont fait l’objet d’un abattement technique forfaitaire, dans les conditions exposées § 1.3.4.2 de notre rapport sur la valeur des apports.

Sur ces bases, l’actif net apporté, déterminé de manière provisoire, s’établit à 91.384.807 euros.

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 contractuellement 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 cette base, les parties ont arrêté un rapport d’échange de 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 social 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 par remboursement des ORA qui sera porté à 75.296⁸ 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, selon les termes du Traité de fusion, « *les actions nouvelles émises par la SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL non attribuées aux actionnaires de la Société Absorbée ne possédant pas un nombre d'actions suffisant pour exercer la totalité de leurs droits seront vendues par la SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL ou par chacun des teneurs de compte des titulaires de droits formant rompus, selon les modalités prévues par les dispositions du Code de commerce précitées, et les fonds ainsi obtenus seront répartis entre les titulaires de droits formant rompus en proportion de leurs droits, selon les modalités légales en vigueur* ».

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. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

2.1 Diligences effectuées

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de STE et d'AFFINE sur les valeurs relatives retenues pour déterminer le rapport d'échange, et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. Elle s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

En conséquence, notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération.

En outre, 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 donc pas être utilisé dans ce contexte. De la même manière, nos travaux ne sont pas assimilables à ceux d'un expert indépendant désigné par l'organe d'administration ou de contrôle d'une des parties.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin de nous assurer de la pertinence des valeurs relatives attribuées, d'une part, aux actions de la société absorbée et, d'autre part, aux actions de la société absorbante.

Dans ce cadre, nous avons notamment effectué les diligences suivantes :

- nous nous sommes entretenus avec les représentants des sociétés AFFINE et STE, ainsi que leurs conseils, tant pour appréhender le contexte de la présente fusion que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- nous avons examiné le Traité de fusion et ses annexes, signé en date du 8 novembre 2018 par les parties, conformément à la délégation donnée par leur Conseil d'administration respectif ;
- nous avons pris connaissance (i) des Documents de Référence d'AFFINE et de STE relatifs aux exercices clos le 31 décembre 2016 et le 31 décembre 2017 et (ii) de leur rapport financier semestriel au 30 juin 2018 ; nous avons également vérifié que les comptes annuels et consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017 des deux sociétés avaient fait l'objet d'une certification pure et simple par les commissaires aux comptes, et que la revue limitée des commissaires aux comptes ne remettait pas en cause la sincérité des situations intermédiaires des sociétés au 30 juin 2018 ;

- nous avons pris connaissance des données budgétaires et prévisionnelles établies par les directions d’AFFINE et de STE. Nous nous sommes entretenus avec les responsables concernés sur la pertinence des hypothèses retenues, afin de nous assurer de leur cohérence globale ;
- nous avons analysé les travaux d’évaluation portant sur les sociétés AFFINE et STE réalisés par les établissements financiers conseils des parties, incluant plusieurs échanges et des réunions de travail permettant d’obtenir des détails et explications sur leurs travaux ;
- nous avons examiné, les rapports d’évaluations immobilières au 31 décembre 2017 et au 30 juin 2018 produits par des experts immobiliers indépendants, sous-tendant la détermination de la valeur de l’actif net réévalué (ci-après « ANR » des deux sociétés. Nous avons eu des entretiens avec les experts immobiliers et *assets managers* des sociétés parties à l’opération, qui nous ont permis d’apprécier, (i) la pertinence des hypothèses structurantes retenues, et (ii), si ces évaluations avaient été réalisées de manière globalement homogène pour chacune des deux sociétés ;
- nous avons également donné mandat, pour nous assister dans le cadre de notre mission de commissaires à la fusion, à un expert immobilier tiers indépendant, le cabinet CATELLA VALUATION, représenté par Monsieur Jean-François DROUETS. La mission confiée à l’expert immobilier a notamment consisté à :
 - analyser les méthodologies retenues par les experts immobiliers ayant procédé aux évaluations des actifs immobiliers détenus pour chacune des sociétés,
 - analyser de manière critique l’ensemble des hypothèses financières retenues,
 - participer à l’ensemble des réunions, internes ou avec les représentants et les experts des sociétés,
 - réaliser une revue spécifique des expertises d’un échantillon d’actifs,
 - produire un rapport concluant sur le caractère homogène des méthodes de valorisation du patrimoine immobilier de chacune des sociétés ;
- nous avons pris connaissance du rapport de notre expert en date du 29 octobre 2018 portant sur le patrimoine immobilier d’AFFINE et de STE ;
- nous avons apprécié le caractère adéquat des critères et méthodes retenus pour l’évaluation des actions des sociétés parties à l’opération ;
- nous avons mis en œuvre des méthodes d’évaluations alternatives d’AFFINE et de STE pour déterminer des valeurs relatives et apprécier la sensibilité du rapport d’échange aux fourchettes de valeurs ressortant des travaux de valorisation des actions des deux sociétés.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés en qualité de commissaire à la fusion chargé d’apprécier la valeur des apports.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants d'AFFINE d'une part et, de STE d'autre part, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission, et notamment l'absence d'élément de toute nature susceptible d'affecter les valorisations déterminées pour chacune des sociétés.

2.2 Présentation des valeurs relatives et du rapport d'échange retenus par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par STE en rémunération des apports effectués par la société AFFINE, les parties ont procédé à une comparaison des valeurs relatives des actions des sociétés concernées selon une approche multicritère en considérant cinq méthodes principales qui sont présentées de façon détaillée dans l'annexe 1.5 du Traité de fusion :

- la référence au cours de bourse sur la base du cours spot et de la moyenne pondérée calculée par les volumes sur un mois, trois mois, six mois, neuf mois et douze mois à la date du 28 septembre 2018 ;
- la méthode de l'Actif Net Réévalué (« ANR ») EPRA⁹ par action au 30 juin 2018 ;
- la référence au montant des dividendes versés pour l'exercice clos le 31 décembre 2017 ;
- l'analyse du bénéfice net courant (ou Résultat Net Récurrent, « RNR »), par action pour l'exercice clos le 31 décembre 2017, sur les six mois et douze mois au 30 juin 2018 ;
- les transactions récentes sur les actions STE et AFFINE.

L'application de ces méthodes fait ressortir les valeurs relatives et les parités suivantes :

Valeurs et parités induites retenues par les parties				
	Affine (€/action)	STE (€/action)	Nombre d'actions STE pour une action Affine (parité induite)	
ANR EPRA 30/06/2018	20,0	54,8	ANR EPRA 30/06/2018	0,37
Spot price au 28/09/2018	15,9	47,8	Spot price au 28/09/2018	0,33
VWAP - 1 mois	15,8	47,9	VWAP - 1 mois	0,33
VWAP - 3 mois	16,0	49,4	VWAP - 3 mois	0,32
VWAP - 6 mois	16,1	50,8	VWAP - 6 mois	0,32
VWAP - 9 mois	16,1	51,0	VWAP - 9 mois	0,32
VWAP - 12 mois	15,4	51,5	VWAP - 12 mois	0,30
Dividende 2017 par action	1,0	3,0	Dividende 2017 par action	0,33
RNR LTM S1 18	1,2	3,3	RNR LTM S1 18	0,35
RNR S1 18	0,5	1,5	RNR S1 18	0,30
RNR 2017	1,3	3,6	RNR 2017	0,36
Transactions récentes	15,9	53,0	Transactions récentes	0,30
			Parité = 0,333	

Selon l'analyse des parties, les critères retenus conduisent à des parités comprises entre 0,30 et 0,37 action de STE pour 1 action AFFINE. Dans cette fourchette, les parties ont arrêté le rapport d'échange à 1 action STE émise en rémunération de 3 actions AFFINE, correspondant à une parité de 0,333¹⁰.

⁹ European Public Real Estate Association.

¹⁰ $1 / 3 = 0,333$.

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

Afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés en présence, nous avons revu de manière détaillée les critères examinés par les parties et recherché si des critères alternatifs pertinents pouvaient être mis en œuvre.

Nous avons ensuite hiérarchisé les méthodes d'évaluation retenues en tenant compte des caractéristiques des sociétés en présence, du contexte de la fusion et de l'objectif recherché consistant à déterminer des valeurs relatives permettant une comparaison homogène entre les sociétés.

Dans le cadre de notre appréciation des valeurs relatives, et ainsi que cela est justifié ci-après, nous avons considéré :

- le critère de l'ANR Triple net EPRA à titre principal,
- le critère du cours de bourse à titre secondaire,
- le critère des comparables boursiers à titre secondaire,
- le critère des RNR historiques à titre informatif,
- le critère des dividendes à titre informatif.

2.3.1 Comparaison des ANR

S'agissant de SIIC, la comparaison des ANR constitue la méthode usuelle prépondérante pour déterminer et apprécier une parité d'échange.

L'EPRA définit précisément des indicateurs clés standards pour les sociétés foncières, afin de permettre des comparaisons sur des bases homogènes.

Ces indicateurs sont notamment constitués de :

- l'ANR EPRA qui mesure la juste valeur de l'actif net d'une société foncière, avant prise en compte de l'impôt sur les plus-values latentes, des droits et frais de cession des actifs, de la juste valeur de la dette et de la juste valeur des instruments financiers. L'objectif de l'ANR EPRA est de donner une indication de la valeur de la société dans une perspective long terme ;
- l'ANR EPRA Triple net qui correspond à l'ANR EPRA après prise en compte des impôts sur plus-values latentes et de la juste valeur de la dette et des instruments financiers, hors droits et frais de cession des actifs. L'ANR Triple net permet d'appréhender la valeur d'une foncière à un instant donné, après avoir mis à la juste valeur l'ensemble des postes d'actifs et de passifs du bilan.

Bien que l'ANR Triple net EPRA constitue la référence usuelle, nous relevons que les parties ont retenu l'ANR EPRA au motif que la société AFFINE a émis un TSDI dont la prise en compte en juste valeur dans son ANR Triple net EPRA fausse la comparaison avec celui de STE.

Nous relevons toutefois que, si AFFINE décidait de procéder au remboursement du TSDI, celui-ci s'effectuerait au nominal d'un montant de 75 millions d'euros, sans dégager la plus-value théorique induite par la juste valeur estimée du TSDI telle que retenue dans l'ANR Triple net EPRA. Dans ces conditions et afin de permettre la comparaison sur ce critère dominant, nous avons retraité le dernier ANR Triple net EPRA publié au 30 juin 2018 en retenant la valeur de remboursement du TSDI.

Retraitement de l'Actif Triple net EPRA d'Affine	
(M euros)	S1 2018
Actif Triple net EPRA Affine publié	231
+ Juste Valeur des TSDI	46
- Valeur de remboursement des TSDI	(75)
Actif Triple net EPRA Affine retraité	202

Il en résulte une parité de 0,359.

Parité induite par les Actifs Triple Net EPRA	
(euros)	S1 2018
<i>Actif Triple net EPRA Affine retraité par action</i>	<i>19,7</i>
<i>Actif Triple net EPRA STE par action</i>	<i>54,9</i>
Parité induite	0,359

En complément, nous avons procédé, en relation avec l'expert immobilier mandaté par nos soins, à la revue des évaluations immobilières sous-tendant les derniers ANR publiés au 30 juin 2018.

Selon le rapport de notre expert immobilier, « *les expertises [...] sont en conformité avec les pratiques de marché et les différentes réglementations* » et « *les différents paramètres retenus pour la détermination des justes valeurs au 30 juin 2018 sont en ligne avec le marché et les différentes conclusions sont cohérentes avec celui-ci* ».

Sans remettre en cause les valeurs d'expertises, il a néanmoins relevé des « *ajustements d'homogénéisation envisageables* » pour certains actifs immobiliers, dont il a chiffré l'impact¹¹.

La prise en compte des « *ajustements d'homogénéisation envisageables* » chiffrés par notre expert immobilier conduit à une parité légèrement ajustée de 0,352.

Sur la base de ces analyses, nous avons donc considéré une parité issue de la comparaison des ANR Triple net EPRA comprise entre 0,352 et 0,359 pour apprécier le rapport d'échange proposé.

Notons que ces ANR ont été déterminés sur la base des données de marché disponibles au moment de leur établissement. Comme nous y reviendrons ci-après au § 3.3 sur le positionnement de la parité d'échange, ils n'intègrent pas de vision dynamique, en particulier quant à une possible évolution des valeurs d'expertise en cas de remontée des taux d'intérêt.

¹¹ Il s'agit de taux de rendement ou de taux de capitalisation qui sont apparus plus conservateurs pour certains actifs dans le cadre de la comparaison des valeurs d'expertise au 30 juin 2018.

2.3.2 Référence au cours de bourse

Les parties ont retenu le cours *spot* et la moyenne des cours pondérés par les volumes, sur une période d'un mois, trois mois, six mois, neuf mois et douze mois, le jour de l'annonce de la fusion¹², soit le 28 septembre 2018.

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions d'une société librement négocié sous réserve du niveau du flottant et, d'une liquidité suffisante.

Nous présentons ci-dessous nos analyses portant sur la liquidité des actions STE et AFFINE :

Société de la Tour Eiffel - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume échangé (K)		Capital échangé (K€)		% du flottant ⁽²⁾	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (28/9/2018)	47,80	1	1	31	31	0,08 %	0 %
CMPV 1 mois	47,89	1	20	42	959	0,11 %	3 %
CMPV 27/07/18 au 28/09/18	48,68	1	46	49	2 261	0,13 %	6 %
CMPV 3 mois	49,43	1	62	46	3 058	0,12 %	8 %
CMPV 6 mois	51,65	1	105	42	5 413	0,11 %	14 %
CMPV 12 mois	53,52	1	246	52	13 141	0,12 %	32 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Société de la Tour Eiffel.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Affine - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume échangé (K)		Capital échangé (K€)		% du flottant ⁽²⁾		
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du flottant	Rotation du flottant hors acquisition du bloc
Spot (28/9/2018)	15,90	1	1	14	14	0,02 %	0 %	0 %
CMPV 1 mois	15,83	2	46	32	725	0,05 %	1 %	1 %
CMPV 27/07/18 au 28/09/18	15,98	2	79	27	1 256	0,04 %	2 %	2 %
CMPV 3 mois	16,00	2	114	28	1 820	0,04 %	3 %	3 %
CMPV 6 mois	16,40	3	384	49	6 301	0,07 %	9 %	9 %
CMPV 12 mois	16,72	5	1 367	90	22 859	0,13 %	60 %	33 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Affine.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Sur les douze mois précédant le 28 septembre 2018, les échanges correspondent respectivement à 32 % et 60 % du flottant de STE et d'AFFINE. Nous relevons toutefois que les échanges des actions AFFINE sur les douze derniers mois intègrent l'acquisition réalisée les 15 et 17 novembre 2017 de la participation dans la société AFFINE détenue par OPUPELUS HOLDINGS du groupe SMA. Sans cette transaction de bloc, les volumes sur douze mois représenteraient 33 % du flottant.

Nous estimons que les volumes échangés et la rotation du flottant sont relativement faibles. Le critère du cours de bourse est cependant incontournable, notamment parce qu'il correspond au prix d'entrée des actionnaires minoritaires. Il doit donc être examiné comme second critère d'appréciation du rapport d'échange.

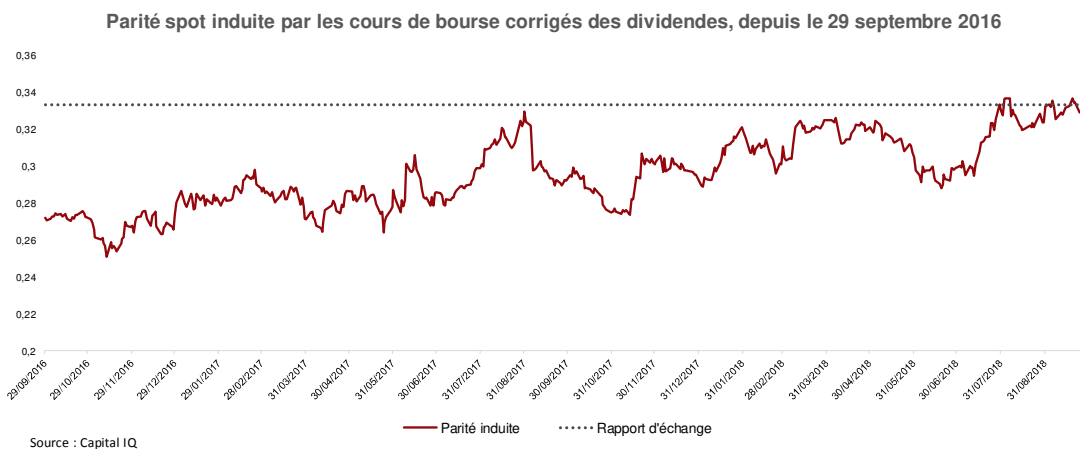
STE et AFFINE ayant publié leurs résultats semestriels respectivement les 20 juillet 2018 et 27 juillet 2018, nous avons considéré les cours moyens pondérés par les volumes entre le 27 juillet 2018 et le 28 septembre 2018, date de l'annonce de la fusion, en complément des cours *spot* à cette dernière date.

¹² Le communiqué de presse conjoint présentant le projet de fusion ayant été publié après la fermeture de la bourse de Paris, le cours de clôture du jour n'est pas impacté par cette annonce.

Ce critère fait ressortir une parité d'échange comprise entre 0,328 pour le cours moyen pondéré entre le 27 juillet 2018 et le 28 septembre 2018 et 0,333 pour les cours *spot* de clôture au 28 septembre 2018.

Parités induites par les cours de bourse		
	Cours spot 28/09/2018	CMPV 27/07/18 au 28/09/18
Affine	15,90	15,98
STE	47,80	48,68
Parité induite	0,333	0,328

Pour information, la parité induite par la comparaison des cours de clôture d’AFFINE et de STE se serait établie comme suit sur les deux dernières années.



La parité de 0,333 s’inscrit donc dans le haut des fourchettes des parités résultant de la comparaison des cours de bourse de clôture d’AFFINE et de STE sur les deux dernières années. Nous devons également observer que, depuis l’annonce de l’opération, les cours respectifs se sont ajustés sur la parité annoncée.

2.3.3 Méthode des comparables boursiers

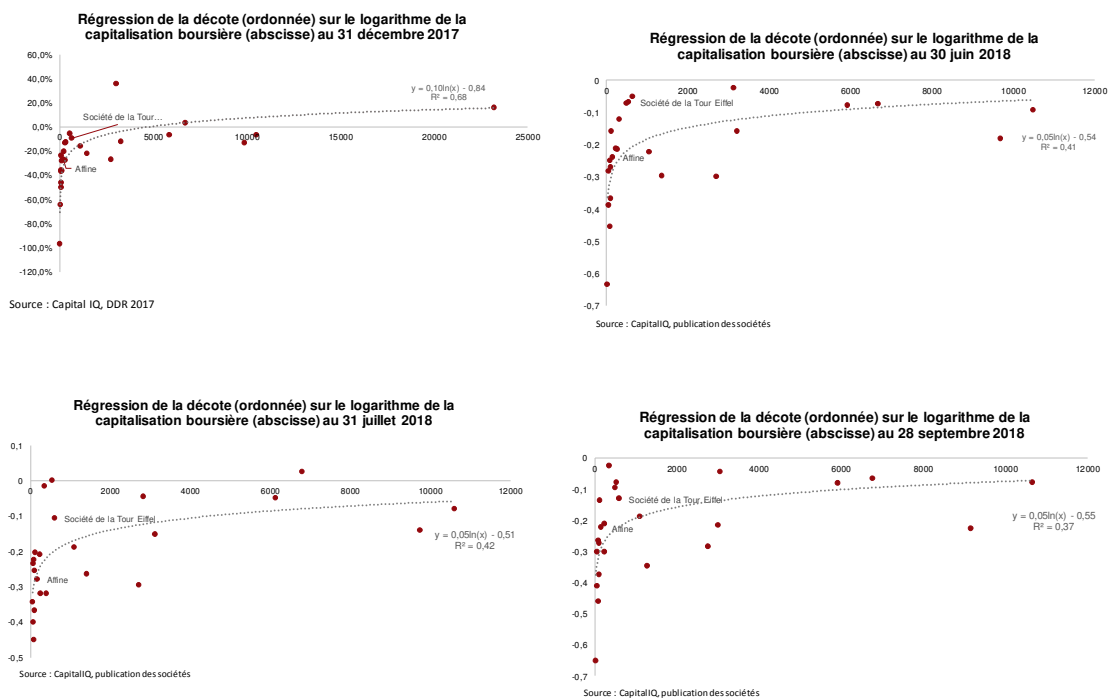
Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base de multiples de valorisation boursiers observés sur des sociétés relativement comparables.

Nous comprenons que, selon les parties, AFFINE et STE ont des caractéristiques similaires, de sorte que les échantillons de sociétés comparables seraient similaires. Cette méthode reviendrait donc à appliquer le même multiple aux deux sociétés, ce qui donnerait des résultats identiques aux parités calculées sur la base de la comparaison des agrégats retenus et présentés dans le Traité de fusion, à savoir l’ANR et le RNR.

Nous n’avons pas été davantage en mesure d’identifier pour chaque société un échantillon distinct de sociétés comparables, pertinent en termes de taille, d’endettement et d’activité.

Néanmoins, nous relevons que le critère de la taille semble influencer sur la valorisation boursière des sociétés foncières, et nous avons analysé la corrélation entre la décote sur ANR et la capitalisation boursière des sociétés foncières.

Notre analyse¹³ a été réalisée au 31 décembre 2017 (dernière date de clôture), au 30 juin 2018 (dernier arrêté semestriel), au 31 juillet 2018 (date à laquelle les SIIC ont publié leur ANR au 30 juin 2018) et au 28 septembre 2018 (date d'annonce de la fusion).



En application des formules de régression chacune des quatre dates examinées, la parité s'établit ainsi :

Parités déterminées par la méthode statistique		
Date des cours	Parités	Coefficient de détermination
31/12/2017	0,323	68%
30/06/2018	0,339	41%
31/07/2018	0,335	42%
28/09/2018	0,340	37%

Analyse CAF

Sur la base de ces analyses, nous avons retenu une fourchette de parité comprise entre 0,323 et 0,340 sur ce critère.

¹³ Nous avons mis en œuvre une méthode statistique pour appréhender la décote de taille pour les sociétés foncières.

Nous avons dans un premier temps recensé la totalité des SIIC françaises, ainsi que leur dernier ANR EPRA publié. Puis, nous avons cherché à identifier une éventuelle relation entre la décote sur ANR des sociétés et leur taille, notamment en termes de patrimoine, ou de capitalisation.

Nos travaux conduisent à observer une corrélation entre la taille (matérialisée par la capitalisation boursière) et la décote sur ANR (i.e. le niveau de valorisation) sur la base d'une régression logarithmique.

Selon nous, ce résultat, issu d'observations boursières, corrobore le résultat fondé sur la comparaison des cours de bourse.

Dans la mesure où, bien que le coefficient de détermination soit élevé au 31 décembre 2017, celui-ci se réduit fortement au 28 septembre 2018, nous avons donc considéré les résultats issus de cette méthode à titre secondaire.

2.3.4 Comparaison des RNR par action historiques.

Les RNR (Résultats Nets Récurrents), ou Résultats EPRA, sont les résultats courants issus des activités opérationnelles. Ils s'apparentent aux *cash-flows* courants d'exploitation et sont un indicateur-clé de la capacité de distribution de dividendes des sociétés foncières.

Cette méthode consiste à comparer les bénéfices nets courants publiés par les sociétés. L'analyse a été menée par les parties sur la base des résultats de l'exercice clos au 31 décembre 2017, des résultats du 1^{er} semestre de l'exercice 2018 et sur les douze mois glissants au 30 juin 2018, de manière différenciée entre STE et AFFINE, afin de tenir compte de leurs spécificités :

- les résultats nets courants de STE correspondent aux résultats EPRA par action, tels qu'ils sont publiés par la société. Le résultat EPRA étant le résultat net provenant des activités courantes. Cette approche n'appelle pas de commentaire particulier de notre part ;
- les résultats nets par action d'AFFINE correspondent au résultat EPRA (i) retraités de l'impact de la cession de BANIMMO¹⁴ et (ii) ajustés de l'impact des coûts des TSDI et des ORA, qui ne sont pas comptabilisés en charges financières dans le compte de résultat¹⁵. Ces retraitements nous semblent justifiés pour permettre une comparaison sur des bases homogènes, tenant compte du patrimoine actuel de la société.

Nous relevons également que le résultat net récurrent de l'année 2017 d'AFFINE comprend une reprise de provision exceptionnelle relative à la conclusion favorable d'un litige, d'un montant de 500 milliers d'euros. S'agissant d'un élément de nature exceptionnelle, il convient, selon nous, de le retraiter du résultat net récurrent de l'année 2017 d'AFFINE.

¹⁴ Filiale belge d'AFFINE consolidée en activités non poursuivies depuis octobre 2017, et dont les titres seront apportés par AFFINE dans le cadre de l'Offre Publique initiée par PATRONALE LIFE.

¹⁵ Nous observons que dans une approche de résultat par action dilué, le coût des ORA n'est pas réintégré dans le résultat net, dès lors que le nombre d'actions utilisé comprend les actions issues de leur conversion.

Nous avons mis en œuvre notre analyse des résultats nets récurrents pour les exercices complets 2016, 2017, ainsi que pour l’atterrissage des résultats 2018 des deux sociétés. Les parités résultant des comparaisons entre les résultats nets récurrents historiques et budgétés des deux sociétés s’inscrivent dans une fourchette comprise de 0,295 à 0,350.

Parités induites par les RNR historiques et budgétés			
	2016	2017	2018b
RNR Affine par action	0,95	1,24	non public
RNR STE par action	2,92	3,55	non public
Parité induite	0,326	0,350	0,295

Sources : Documents de Référence, sociétés (budget)

Ces parités présentent, selon nous, un caractère informatif, dès lors que l’enjeu pour chaque groupe d’actionnaires réside davantage dans l’appréciation de ses résultats futurs, notamment impactés par les arbitrages sur le patrimoine et la stratégie annoncée par la direction.

Nous renvoyons donc aux développements qui suivent sur l’analyse des conséquences de la fusion pour les différents actionnaires, notamment en termes de RNR par action.

2.3.5 Distributions des dividendes.

Les distributions de dividendes aux actionnaires de STE et d’AFFINE pour l’exercice clos le 31 décembre 2017 se sont respectivement élevées à 3 euros par action et à 1 euro par action.

Parités induites par les dividendes			
(euros)	2015	2016	2017
Affine : dividende par action	1	1	1
STE : dividende par action	3	3	3
Parité induite	0,333	0,333	0,333

Ces montants sont identiques pour les trois derniers exercices clôturés et conduisent à une parité de 0,333 pour chacun des dividendes versés.

Au cas d’espèce, la pertinence de cette référence repose notamment sur l’hypothèse que le dividende versé historiquement est représentatif de la capacité de distribution future.

En la matière, l’analyse la plus pertinente réside selon nous dans l’appréciation des capacités distributives futures, lesquelles seront appréhendées au travers de l’examen des RNR prévisionnels.

2.3.6 Transactions sur les titres des sociétés.

Les parties ont présenté la méthode des transactions de référence, qui consiste à comparer des transactions récentes qui sont intervenues sur le capital des sociétés.

Deux transactions ont été identifiées :

- décembre 2016 : augmentation de capital de STE à un prix d'émission de 53,0 € par action ;
- novembre 2017 : acquisition d'un bloc d'actions AFFINE par le Groupe SMABTP à un prix de 15,90 €.

La parité de 0,30 ressort de la comparaison de ces données.

Ce critère ne nous semble pas pertinent dans le contexte de la présente fusion, notamment pour les raisons suivantes :

- ces transactions n'ont pas la même nature et ne répondent pas aux mêmes objectifs fondamentaux (achat de bloc, vs augmentation de capital sans suppression du DPS) ;
- ces deux opérations se sont effectuées à des prix proches des cours de bourse de l'époque et nous semblent de ce fait redondantes avec la comparaison des cours présentée précédemment ;
- il existe un décalage d'un an entre les deux transactions, susceptible de fausser la comparaison directe.

Nous n'avons donc pas retenu ce critère.

Nous n'avons pas identifié d'autre critère d'évaluation pertinent susceptible d'être mis en œuvre, étant observé que les titres ne font pas l'objet d'un suivi suffisant par les analystes pour considérer les objectifs de cours des analystes (nombre limité d'analystes, sans publication régulière).

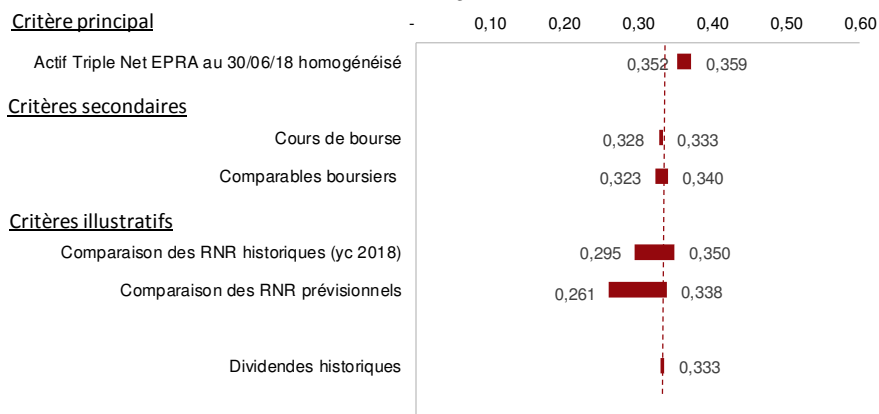
2.3.7 Synthèse des valeurs relatives pertinentes

Sur la base des analyses qui précèdent, nous avons considéré les valeurs relatives et les parités associées suivantes pour notre appréciation :

Synthèse des valeurs relatives pertinentes et parités induites

	STE (€/action)	Affine (€/action)	Parité induite
Actif Triple net EPRA au 30 juin 2018			
Actif Triple net EPRA retraité TSDI	54,9	19,7	0,359
Actif Triple net EPRA homogénéisé	56,0	19,7	0,352
Cours de bourse			
Spot price au 28/09/2018	47,8	15,9	0,333
CMPV 27/07/18 au 28/09/18	48,7	16,0	0,328
Comparables boursiers			
Régressions	n/a	n/a	n/a
Résultat net récurrent passé			
RNR 2016	2,9	1,0	0,328
RNR 2017	3,6	1,2	0,350
RNR 2018 (atterrissage)	non public	non public	0,295
Résultat net récurrent prévisionnels			
RNR 2019e à 2021e	non public	non public	n/a
Dividende			
Dividende 2015-2017 par action	3,0	1,0	0,333

Synthèse des valeurs relatives : nombre d'actions STE pour une action Affine



3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange

3.1 Rapport d'échange proposé par les parties

A la suite de l'analyse menée selon une approche multicritère par les parties (§ 2.1), celles-ci ont arrêté, d'un commun accord, le rapport d'échange de 1 action de la société absorbante pour 3 actions de la société absorbée.

3.2 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 apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé. Dans ce cadre, nous avons :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes déterminées par référence à une approche multicritère ;

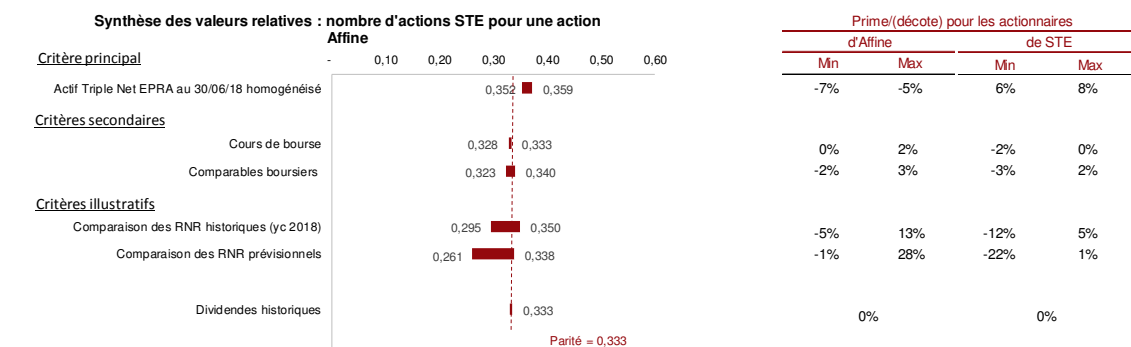
En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux décrits ci-dessus, § 2.3, que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'action de la société absorbée et de la société absorbante.

- appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée.

3.3 Appréciation et positionnement du caractère équitable du rapport d'échange

Sur la base de l'analyse des valeurs relatives présentée ci-avant § 2, le rapport d'échange fait ressortir les primes et décotes suivantes :



3.3.1 Sur l'ANR

La parité retenue par les parties fait apparaître, sur le critère principal de l'ANR EPRA Triple net ajusté au 30 juin 2018, une décote de 5 % à 7 % pour l'actionnaire d'AFFINE.

En complément, nous relevons que les deux sociétés présentent des structures financières différentes, avec un LTV de 40 % chez STE, et un LTV plus élevé de 53 % chez AFFINE (et de l'ordre de 65 % y compris TSDI), dans le haut des fourchettes observées sur les foncières cotées de la place (supérieur au 3^{ème} quartile) :

LTV des foncières SIIC				
	2015	2016	2017	S1 2018
Minimum	25,1%	16,0%	13,5%	12,0%
1er quartile	36,7%	34,5%	32,2%	31,1%
2eme quartile	43,1%	39,0%	38,1%	38,5%
3eme quartile	46,3%	44,4%	43,6%	43,7%
Maximum	73,0%	62,0%	61,0%	64,0%
Moyenne	43,2%	39,9%	38,8%	37,8%
Médiane	43,1%	39,0%	38,1%	38,5%
Société de la Tour Eiffel	37,6%	36,2%	37,3%	40,3%
Affine	46,6%	46,4%	52,3%	53,0%
Affine (y.c. TSDI)	59,3%	59,2%	63,9%	64,5%

Sources : Documents de Référence, Rapports semestriels et analyse CAF

Dans le contexte actuel de craintes grandissantes sur la remontée des taux d'intérêt¹⁶, et donc des taux de capitalisation utilisés pour déterminer les valeurs d'expertise retenues dans le calcul de l'ANR, nous avons testé la sensibilité de la parité à ce paramètre en considérant une hausse uniforme des taux de capitalisation. En l'absence de prise en compte par les experts immobiliers de taux majorés à ce jour, nos analyses de sensibilité ont été limitées à des rehaussements de 0,25 % et 0,50 % des taux de capitalisation¹⁷.

Sensibilité à une remontée des taux de la parité induite			
euros	Au 30 juin 2018	Avec une hausse de 25 pbs	Avec une hausse de 50 pbs
Affine : Actif Triple Net par action	19,7	17,3	15,2
STE : Actif Triple Net par action	54,9	51,1	47,6
Parité induite	0,359	0,339	0,318

⁽¹⁾ : après retraitement des TSDI (cf §2.3.1.)

Il ressort de nos analyses de sensibilité qu'une hausse limitée de 0,25 % des taux de capitalisation conduirait à une parité de 0,339 et une hausse de 0,50 % à une parité de 0,318.

¹⁶ Notamment hausse de 25 pbs du taux directeur de la FED en septembre 2018, troisième hausse du taux directeur depuis le début de l'année 2018.

¹⁷ Hausse mesurée, sans crise immobilière.

Ainsi, la décote sur l'ANR observée pour l'actionnaire d'AFFINE disparaîtrait en cas de remontée même limitée des taux de rendement attendus sur les actifs immobiliers, hypothèse qui ne peut pas être écartée au regard de la situation des marchés financiers.

Une remontée des taux aurait également une incidence différenciée sur les deux entités, compte tenu de leurs structures financières respectives. En effet, même s'il existe des couvertures sur les dettes financières à taux variables des sociétés, nous n'avons pas simulé l'impact d'une hausse des taux sur la dette des sociétés.

Pour autant, en cas de remontée durable des taux, AFFINE, présentant un LTV plus élevé et une dette majoritairement à taux variable, pourrait en sus avoir à supporter une charge financière majorée impactant négativement sa rentabilité.

3.3.2 Sur les références boursières

Le rapport d'échange correspond à la pesée des cours de bourse de clôture observés lors de l'annonce de l'opération, soit 0,333. La parité des cours moyens pondérés entre le 27 juillet 2018¹⁸ et le 28 septembre 2018¹⁹, s'établit à un chiffre proche de 0,328.

Ces résultats issus de la comparaison des cours de bourse sont corroborés par l'approche analogique par référence à des comparables boursiers intégrant une régression en fonction de la taille de la société qui conduit à une parité comprise entre 0,323 et 0,340.

Enfin, le critère du Résultat net récurrent historique fait ressortir une prime ou une décote pour un actionnaire donné, selon l'exercice auquel on se réfère.

La parité retenue par les parties, qui correspond à la parité issue des critères boursiers, sans prime ou décote notable, présente une décote de l'ordre de 5 % à 7 % sur le critère principal de l'ANR Triple net EPRA au 30 juin 2018 pour l'actionnaire d'AFFINE.

Sur le seul critère de l'ANR, le caractère parfaitement équitable ne peut donc être constaté.

Pour autant, nous relevons néanmoins que les marges d'appréciation s'inscrivent dans une fourchette restreinte, la parité de 0,333 étant encadrée par une parité de 0,323 en bas de fourchette des approches boursières et de 0,359 en haut de fourchette des approches patrimoniales, lesquelles sont exposées à la remontée des taux d'intérêt.

¹⁸ Date de publication des résultats semestriels d'AFFINE (celle de STE étant intervenue antérieurement le 20 juillet 2018).

¹⁹ Date de l'annonce de la fusion.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous les conséquences de ces différentes parités pour les différents groupes d'actionnaires d'AFFINE :

Impact de la parité sur le patrimoine de l'actionnaire d'Affine

	Actions Affine	% du capital d'Affine	Nombre d'actions STE reçues en rémunération			% du capital de l'entité fusionnée		
			Parité basse 0,323	Parité retenue 0,333	Parité haute 0,359	Parité basse 0,323	Parité retenue 0,333	Parité haute 0,359
Holdaffine	3 219 795	32,0%	1 039 994	1 073 265	1 155 906	6,7%	6,9%	7,3%
Concert SMABTP ⁽¹⁾	2 111 641	21,0%	682 060	703 880	758 079	4,4%	4,5%	4,8%
La Tricogne	602 500	6,0%	194 608	200 833	216 298	1,3%	1,3%	1,4%
Autodétention	19 999	0,2%	6 460	6 666	7 180	0,0%	0,0%	0,0%
Flottant	4 102 136	40,8%	1 324 990	1 367 379	1 472 667	8,5%	8,7%	9,3%
Total	10 056 071	100,0%	3 248 111	3 352 024	3 610 129	20,9%	21,4%	22,7%

⁽¹⁾ sans considération des actions STE déjà détenues par SMA BTP avant l'opération

L'appréciation de l'équité implique également d'apprécier les autres conséquences de la fusion pour les actionnaires de chacune des sociétés.

3.4 Conséquence de la fusion pour les actionnaires

3.4.1 Conséquences en termes de RNR par action attendu

Nous observons que STE bénéficie d'une meilleure absorption des coûts de structure qu'AFFINE en raison d'une taille plus importante. En effet, sur les deux derniers exercices clos, les frais de structure²⁰ représentent de l'ordre de 16 % des revenus locatifs nets pour STE contre 29 % pour AFFINE.

(k euros)	2016	2017	S1 2018
Affine			
Revenus locatifs nets	29 443	29 576	14 027
Frais de structure	(8 558)	(8 799)	(3 972)
Frais de structure / Revenus locatifs nets	-29,1%	-29,8%	-28,3%
STE			
Revenus locatifs nets	55 320	63 142	28 903
Frais de structure	(9 077)	(10 369)	(5 300)
Frais de structure / Revenus locatifs nets	-16,4%	-16,4%	-18,3%

Source : Documents de Référence 2017 et rapport financier semestriel

Toutes choses égales par ailleurs, l'actionnaire d'AFFINE devrait donc bénéficier d'une meilleure absorption des frais de structure par l'entité fusionnée, avec une amélioration du ratio frais de structure sur loyers nets.

Par ailleurs, les parties ont estimé chacune leurs RNR prévisionnels sur la période 2019 – 2021.

La direction de STE a également identifié et chiffré des synergies en matière de réduction de charge résultant de la fusion.

²⁰ Ces frais de structures sont constitués (i) des charges de personnel, (ii) des impôts et taxes et (iii) des frais généraux (SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL) / autres achats et charges externes (AFFINE).

Elle nous a confirmé que son chiffrage reflétait une vision prudente et réaliste de l'impact de l'opération sur l'entité fusionnée, les estimations ne prenant notamment pas en compte les éventuels impacts financiers de l'opération (renégociation de la dette, etc.).

Sur la base de ces différents éléments, la direction de STE a estimé la relation pour chaque groupe d'actionnaires, qui se présenterait comme suit :

Dilution/Relation en termes de RNR après économies estimées par STE			
	2019e	2020e	2021e
Affine : dilution/relation après synergies	15,5%	6,2%	29,9%
STE : dilution/relation après synergies	6,1%	7,7%	1,8%

Sources : prévisions des sociétés et analyses STE

Sous réserve des aléas inhérents aux prévisions et estimations, la fusion devrait ainsi, selon les analyses de la direction de STE, permettre une relation du RNR pour les différents actionnaires.

Dans tous les cas, l'accès à une foncière bénéficiant d'un patrimoine élargi apparaît être, selon nous, un facteur de réduction des risques pour les actionnaires.

3.4.2 Conséquences liées à la taille et à la structure financière

Concernant STE, la présente fusion-absorption s'inscrit dans le cadre de « *sa stratégie de croissance visant à porter la taille de son patrimoine à 1,5 Md€* », dans un contexte général de recherche d'une taille critique suffisante pour les foncières cotées.

Ainsi, l'actionnaire d'AFFINE, comme celui de STE, devrait bénéficier de l'effet de taille, en devenant actionnaire d'une société disposant d'un patrimoine immobilier trois fois plus important²¹, susceptible de favoriser une réduction de la décote, observée sur les foncières cotées, entre son actif net réévalué et son cours de bourse, dans un contexte où STE présente une moindre décote, comme illustré dans le tableau ci-dessous :

Comparaison des décotes de STE et d'Affine

	2015	2016	S1 2017	2017	S1 2018
Decote du cours ⁽¹⁾ d'Affine sur son ANR EPRA	-24%	-29%	-20%	-20%	-22%
Decote du cours ⁽¹⁾ de STE sur son ANR EPRA	-9%	-11%	-2%	-5%	-5%

(1) : cours de fin de période

Source : Capital IQ (cours), publications financières des sociétés (ANR EPRA)

De plus, la fusion se traduira par une réduction du LTV pour l'actionnaire d'AFFINE, qui passerait de 53 % à 45 %, ce qui induit une réduction de son exposition au risque de hausse des taux auquel la société est davantage exposée.

²¹ Sur la base des valeurs d'expertise au 30 juin 2018 pour AFFINE.

Elle offre donc la possibilité à l'actionnaire d'AFFINE de se repositionner sur un titre coté bénéficiant d'un effet de taille grâce à un patrimoine élargi avec un LTV plus faible et une mutualisation des moyens.

Concernant l'actionnaire de STE, nous relevons que la fusion participe à la mise en œuvre de la stratégie définie par la société, et qu'il bénéficierait également d'une relation de son RNR par action ainsi que de l'augmentation de la taille de la société.

3.4.3 Conséquences sur le titre de l'entité fusionnée

La fusion aura pour conséquence une augmentation du flottant en valeur absolue, le nouveau flottant correspondant à la somme des deux flottants, mais nous observons que cela se traduira par une réduction importante de la part du flottant dans le capital pour l'actionnaire d'AFFINE qui passerait de 41 % à 14 % du capital, avec une amélioration limitée pour l'actionnaire de STE dont le flottant passerait de 6 % à 14 %, dans un contexte où STE dispose d'un actionnaire de contrôle, qui restera majoritaire avec 50,7 % du capital de STE à l'issue de la fusion.

Dans ces conditions, nous n'identifions pas d'avantage majeur sur le critère du flottant pour les différentes catégories d'actionnaires.

Nous rappelons néanmoins que, comme énoncé ci-dessus, le rapprochement pourrait favoriser la réduction de la décote sur l'ANR pour l'actionnaire, dès lors que celle-ci apparaît moins élevée chez STE et que l'augmentation de la taille semble de nature à la réduire.

Par conséquent et sur la base des éléments communiqués, la fusion devrait permettre, pour les actionnaires de chacune des deux sociétés, de bénéficier d'une relation du RNR par action et de devenir actionnaire d'une foncière plus importante dans un contexte où la taille apparaît constituer un enjeu important pour les foncières cotées.

Concernant l'actionnaire d'AFFINE, la fusion se traduira par une réduction du LTV qui passerait de 53 % à 45 %, ce qui induit une réduction de son exposition au risque de hausse des taux. La fusion offre donc la possibilité à l'actionnaire d'AFFINE de se repositionner sur un titre coté bénéficiant d'un effet de taille grâce à un patrimoine élargi avec un LTV plus faible et une mutualisation des moyens.

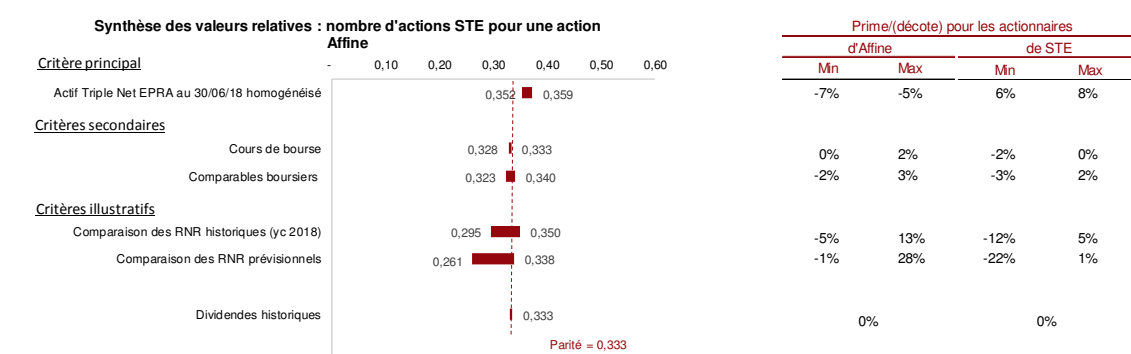
Concernant l'actionnaire de STE, nous relevons que la fusion participe à la mise en œuvre de la stratégie définie par la société, et qu'il bénéficiera également d'une relation de son RNR par action et de l'augmentation de la taille de la société.

4. Synthèse et conclusion

4.1 Synthèse – Points clés

Afin d’apprécier le rapport d’échange proposé de 1 action STE émise en rémunération pour 3 actions AFFINE, soit une parité de 0,333, nous avons examiné son positionnement par rapport aux valeurs relatives pertinentes puis avons apprécié les conséquences de la fusion pour les actionnaires de chacune des deux sociétés.

Sur le positionnement du rapport d’échange par rapport aux valeurs relatives pertinentes



S’agissant de la fusion de deux SIIC²², la comparaison des ANR²³ constitue le premier critère usuellement examiné pour apprécier la parité.

Sur la base des derniers ANR Triple net EPRA²⁴ publiés, corrigés des ajustements d’homogénéisation réalisés en relation avec l’expert immobilier mandaté par nos soins, la parité s’établirait dans une fourchette de 0,352 à 0,359, ce qui traduit une décote de 5 % à 7 % pour l’actionnaire d’AFFINE sur ce critère.

En complément, nous relevons que les deux sociétés présentent des structures financières différentes, avec un LTV²⁵ de 40 % chez STE, et un LTV plus élevé de 53 % chez AFFINE (et de l’ordre de 65 % y compris TSDI²⁶, dans le haut des fourchettes observées sur les foncières cotées de la place).

²² Société d’Investissement Immobilier Cotée.

²³ Actif Net Réévalué.

²⁴ *European Public Real Estate Association* qui définit des indicateurs clés standards pour comparer sur des bases homogènes les sociétés foncières, parmi lesquels l’Actif Triple net qui appréhende la valeur d’une foncière à un instant donné, après avoir mis à la juste valeur l’ensemble des postes d’actifs et de passifs du bilan.

²⁵ *Loan-to-Value*, qui résulte du ratio des dettes financières sur la valeur du patrimoine immobilier.

²⁶ Titres Subordonnés à Durée Illimitée : titres de dette, s’apparentant à des quasi fonds propres.

Dans le contexte actuel de craintes grandissantes de remontée des taux d'intérêt, et donc des taux de capitalisation utilisés pour déterminer les valeurs d'expertise retenues dans le calcul de l'ANR, nous avons testé la sensibilité de la parité à ce paramètre déterminant qui au regard du niveau de LTV d'AFFINE aurait un impact plus important sur le niveau de son ANR Triple net EPRA. Il ressort de nos analyses de sensibilité qu'une hausse limitée de 0,25 % des taux de capitalisation conduirait à une parité de 0,339 et une hausse de 0,50 % à une parité de 0,318. A ce jour, les experts immobiliers semblent toutefois ne pas intégrer de hausse des taux de capitalisation dans leurs évaluations.

Par ailleurs, nous observons, que la parité retenue correspond précisément à la pesée des cours de bourse de clôture observés lors de l'annonce de l'opération, soit 0,333, la parité des cours moyens pondérés entre le 27 juillet 2018²⁷ et le 28 septembre 2018²⁸, s'établissant à un chiffre proche, soit 0,328. Ce critère du cours de bourse extériorise des décotes sur ANR corrélées à leur taille respective. Ces résultats issus de la comparaison des cours de bourse sont corroborés par l'approche par les comparables boursiers avec une régression en fonction de la taille de la société qui conduit à une parité légèrement comprise entre 0,323 et 0,340.

Dans la mesure où le flottant sur le titre STE reste limité, ce critère nous paraît moins significatif que celui de l'ANR.

La parité retenue par les parties correspond donc à la parité issue des critères boursiers, sans prime ou décote notable, et présente une décote de l'ordre de 5 % à 7 % sur le critère principal de l'ANR Triple net EPRA au 30 juin 2018 pour l'actionnaire d'AFFINE.

Sur le seul critère de l'ANR, on ne constate pas le caractère parfaitement équitable du rapport d'échange de 1 action STE émise en rémunération pour 3 actions AFFINE.

Nous relevons toutefois que :

1. cette décote disparaîtrait en cas de remontée des taux de rendement attendus sur les actifs immobiliers. ;
2. les marges d'appréciation s'inscrivent dans une fourchette restreinte, entre une parité de 0,323 en bas de fourchette des approches boursières et 0,359 en haut de fourchette des approches patrimoniales, au sein de laquelle se situe la parité retenue de 0,333 ;
3. l'incidence sur la détention future est très limitée puisqu'un actionnaire minoritaire d'AFFINE qui détiendrait 1 % du capital recevrait 0,214 % du capital de STE sur la base de la parité retenue de 0,333 avec une marge d'appréciation comprise entre 0,209 % (parité de 0,323) et 0,227 % (parité de 0,359).

Impact de la parité sur le patrimoine d'un Actionnaire Minoritaire d'Affine détenant 1 % du capital

	Actions Affine	% du capital d'Affine	Nombre d'actions STE reçues en rémunération			% du capital de l'entité fusionnée		
			Parité basse 0,323	Parité retenue 0,333	Parité haute 0,359	Parité basse 0,323	Parité retenue 0,333	Parité haute 0,359
Actionnaire M.	100 561	1,00%	32 481	33 520	36 101	0,209%	0,214%	0,227%

²⁷ Date de publication des résultats semestriels d'AFFINE (celle de STE étant intervenue antérieurement le 20 juillet 2018).

²⁸ Date de l'annonce de la fusion.

L'appréciation de l'équité implique également d'examiner les autres conséquences de la fusion pour les actionnaires de chacune des sociétés.

Analyse des conséquences de la fusion pour les actionnaires

i. RNR prévisionnels

Les parties ont estimé chacune leurs RNR²⁹ prévisionnels sur la période 2019-2021 et STE a estimé les synergies de coûts de structure attendues de la fusion.

Sur la base de ces éléments, la fusion devrait présenter un caractère relatif en termes de RNR par action prévisionnel pour les actionnaires de chacune des deux sociétés. Selon les analyses conduites, l'actionnaire d'AFFINE devrait bénéficier d'une relation proportionnellement plus importante en lien avec une meilleure absorption des coûts fixes du fait de l'accroissement de la taille de l'entité fusionnée et avec les synergies attendues suite à la mutualisation des moyens des deux sociétés qui résulterait de la fusion.

ii. Autres conséquences liées à la taille et à la structure financière

Concernant STE, la présente fusion-absorption s'inscrit dans le cadre de « *sa stratégie de croissance visant à porter la taille de son patrimoine à 1,5 Md€* ».

Dans ce contexte, l'actionnaire d'AFFINE, comme celui de STE, devrait bénéficier de l'effet de taille, en devenant actionnaire d'une société disposant d'un patrimoine immobilier trois fois plus important³⁰, susceptible de favoriser une réduction de la décote, observée sur les foncières cotées, entre son actif net réévalué et son cours de bourse.

De plus, la fusion se traduira par une réduction du LTV pour l'actionnaire d'AFFINE, qui passerait de 53 % à 45 %, ce qui induit une réduction de son exposition au risque de hausse des taux auquel elle est davantage exposée.

Entre outre, elle offre la possibilité à l'actionnaire d'AFFINE de se repositionner sur un titre coté bénéficiant d'un effet de taille grâce à un patrimoine élargi avec un LTV plus faible et une mutualisation des moyens.

Concernant l'actionnaire de STE, nous relevons que la fusion participe à la mise en œuvre de la stratégie définie par la société, et qu'il bénéficierait également d'une relation de son RNR par action et de l'augmentation de la taille de la société.

²⁹ Résultats Nets Récurrents : résultats courants des activités d'exploitation (ou Résultats EPRA).

³⁰ Sur la base des valeurs d'expertise au 30 juin 2018 pour AFFINE.

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, compte tenu des observations qui précèdent, nous constatons que la parité résultant des ANR, critère d'évaluation le plus pertinent, se situe au-dessus du rapport d'échange de 1 action STE pour 3 actions AFFINE étant toutefois souligné que :


- pour l'actionnaire de la société absorbée, si le rapport d'échange présente actuellement une décote par rapport aux analyses patrimoniales, celle-ci disparaîtrait en cas de légère remontée des taux de rendement attendus sur les actifs immobiliers, hypothèse qui ne peut être écartée au regard de la situation des marchés financiers, et l'affecterait à raison de sa structure financière également ;
- les résultats de nos analyses de la parité s'inscrivent dans une fourchette réduite qui encadre le rapport d'échange proposé ;
- la présente fusion permettrait aux actionnaires de la société absorbante et surtout à ceux de la société absorbée de bénéficier d'un effet de taille lié au rapprochement des deux patrimoines, et des synergies en résultant dont la mise en œuvre favoriserait une relution du RNR par action.

A l'issue de cette synthèse qui vise à donner aux actionnaires nos appréciations complètes, en conformité avec l'avis technique de la Compagnie Nationale des commissaires aux comptes, il ressort, en définitive, qu'aucun des groupes d'actionnaires ne se trouve en situation d'appauvrissement durable au sens de cet avis technique, ce qui nous conduit dans une telle situation à exprimer l'opinion normée qui suit.

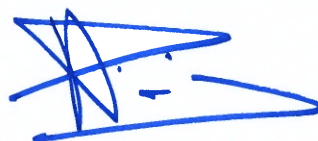
4.2 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 1 action STE pour 3 actions AFFINE arrêté par les parties présente un caractère équitable.

Paris, le 12 novembre 2018



Olivier PERONNET



Agnès PINIOT

Commissaires à la fusion

Membres de la Compagnie Régionale de Paris