

SICAF Immobilière Cofinimmo SA

**Rapport du commissaire
sur la proposition de fusion par absorption
d'Immopol Dendermonde SA par la Sicaf
Immobilière Cofinimmo SA**

9 octobre 2012

Table des matières	Page
1. INTRODUCTION	3
2. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS CONCERNÉES	4
2.1. COFINIMMO SA (SOCIÉTÉ ABSORBANTE)	4
2.2. IMMOPOL DENDERMONDE SA (SOCIÉTÉ ABSORBÉE)	5
3. IDENTIFICATION DE L'OPÉRATION	6
4. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE DES ACTIONS NOUVELLES	7
4.1. CHOIX DES CRITÈRES	7
4.1.1. <i>Valeur intrinsèque</i>	7
4.1.2. <i>Valeur boursière</i>	7
4.1.3. <i>Valeur de rendement</i>	7
4.2. ÉLÉMENTS PRIS EN CONSIDÉRATION DANS LE CALCUL DU RAPPORT D'ÉCHANGE	8
4.2.1. <i>Valeur boursière de l'action ordinaire de la société absorbante: Cofinimmo SA</i>	8
4.2.2. <i>Valeur intrinsèque de l'action de la société absorbée: Immopol Dendermonde SA</i>	9
4.3. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE PROPOSÉ	10
4.4. CONTRÔLES EFFECTUÉS	11
5. ÉVÉNEMENTS APRÈS CLÔTURE	11
6. CONCLUSION	12

1. INTRODUCTION

En exécution de l'article 695 du Code des Sociétés et en notre qualité de Commissaire, nous avons été chargés par le conseil d'administration de la société Cofinimmo SA de faire rapport sur la proposition de fusion par absorption, du 28 août 2012, par la société Cofinimmo SA, la société absorbante, de la société Immopol Dendermonde SA, la société absorbée.

Le projet de fusion a été déposé le 28 août 2012 au greffe du tribunal de commerce de Bruxelles.

L'organisation administrative et comptable des sociétés concernées par l'opération nous a permis de nous former une opinion sur la qualité des documents financiers servant de base aux évaluations. Les autres informations financières figurant dans le projet de fusion ont été soumises à notre examen.

Le présent rapport a été préparé à l'usage exclusif des actionnaires de la société Cofinimmo SA dans le cadre de la fusion par absorption susmentionnée et ne peut dès lors être utilisé à d'autres fins.

2. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS CONCERNÉES

2.1. Cofinimmo SA (société absorbante)

La société anonyme et Société d'investissement immobilière à capital fixe (SICAFI) publique de droit belge "Cofinimmo" a son siège social à 1200 Bruxelles, Boulevard de la Woluwe 58. Le numéro d'entreprise de la société est le 0426.184.049.

Le capital souscrit de la société s'élève à 893.817.196,27 EUR, représenté par 16.679.240 actions sans désignation de valeur nominale entièrement libérées qui en représentent chacune une part égale, à savoir 15.852.620 actions ordinaires, 465.797 actions privilégiées « P1 » et 360.823 actions privilégiées « P2 ». Les chiffres concernant les actions tiennent compte de la conversion de 97 actions privilégiées au 2^{ème} trimestre 2012.

La dernière modification des statuts date du 17 juillet 2012 suivant procès-verbal dressé par le Notaire Louis-Philippe Marcelis publié aux Annexes du Moniteur belge du 14 août 2012 sous le n° 0141331.

La société Cofinimmo SA a pour objet:

« La société a pour objet principal le placement collectif en biens immobiliers.

En conséquence, à titre principal, la société investit en biens immobiliers, tels que définis par la législation sicafi (les « biens immobiliers »), à savoir :

- les immeubles tels que définis par les articles 517 et suivants du Code civil et les droits réels sur des immeubles ;
- les actions ou parts avec droit de vote émises par des sociétés immobilières et les actions de sicafi institutionnelles, à condition qu'un contrôle conjoint ou exclusif soit exercé sur ces sociétés ;
- les actions de sicafi publiques;
- les droits d'option sur des biens immobiliers ;
- les parts d'organismes de placement collectif immobiliers étrangers, dans les circonstances prévues par la législation sicafi ;
- les certificats immobiliers ;
- les droits découlant des contrats donnant un ou plusieurs biens en location-financement à la société ou conférant d'autres droits d'usage analogues.

La société peut à ce titre procéder à toutes opérations ayant trait à des biens immobiliers tels que l'achat, la transformation, l'aménagement, la location, la sous-location, la gestion, l'échange, la vente, le lotissement, la mise sous le régime de copropriété, l'intéressement, par voie de fusion ou autrement, à toute entreprise ayant un objet similaire ou complémentaire et,, en général, toutes les opérations se rattachant directement ou indirectement à son objet social. La société ne peut agir comme promoteur immobilier si ce n'est à titre occasionnel.

A titre accessoire ou temporaire, la société peut effectuer des placements en valeurs mobilières. Ces placements seront diversifiés de façon à assurer une répartition adéquate du risque. La société peut détenir des liquidités, dans toutes les monnaies, sous la forme de dépôts à vue ou à terme ou de tous instruments du marché monétaire susceptibles d'être aisément mobilisés. Elle peut en outre effectuer des opérations de prêt d'instruments financiers et des opérations sur des instruments de couverture, pour autant que ces derniers visent exclusivement à couvrir le risque de taux d'intérêt et de change et à l'exclusion de toute opération de nature spéculative. La société et ses filiales peuvent donner un ou plusieurs immeubles en location-financement. Une activité de location-financement avec option d'achat des immeubles peut uniquement être exercée à titre accessoire, sauf si ces immeubles sont destinés à des fins d'intérêt public (auquel cas l'activité peut être exercée à titre principal). La société est tenue d'effectuer l'ensemble de ses activités et opérations conformément aux règles et dans les limites prévues par la législation sicafi et toute autre législation applicable. »

2.2. Immopol Dendermonde SA (société absorbée)

La société anonyme de droit belge "Immopol Dendermonde" a son siège social sur le Boulevard de la Woluwe 58 – 1200 Bruxelles. Le numéro d'entreprise de la société est le 845.261.958.

Le capital souscrit de la société s'élève à 61.500 EUR, représenté par 1.000 actions, sans désignation de valeur nominale, et est entièrement souscrit. Après l'augmentation de capital de 14.025.000,00 EUR qui a eu lieu le 21 août 2012, le capital social d'Immopol Dendermonde SA s'élève à 14.086.500,00 EUR et est représenté par 229.048 actions.

Il n'y a pas d'actions privilégiées ou d'actions auxquelles des droits particuliers seraient reconnus.

Les actionnaires de la société Immopol Dendermonde SA sont Leopold Square SA (229.028 actions), une société de droit belge, et Cofinimmo SA (20 actions), une société de droit belge. Immopol Dendermonde SA appartient au groupe Cofinimmo.

La société Immopol Dendermonde SA a pour objet:

« La société a pour objet :

*1. Développement de projets: agir en tant que promoteur afin de réaliser la poste de police sise à Dendermonde,
2. La gestion des capitaux apportés et achetés, à l'exclusion des opérations en tant qu'agent immobilier, y compris le réinvestissement des fonds qui en résultent, l'acquisition, l'aliénation, la mise en gage, la gestion, la location et la sous-location.*

3. La gestion des biens immobiliers, ainsi que les biens et valeurs mobilières, gérer et prendre des intérêts, de quelque manière que ce soit, dans d'autres sociétés et entreprises, et en général agir en tant qu'investisseur. Ceci se passera à l'exclusion explicite de la gestion d'actifs et/ou le conseil en investissement, comme précisé par la loi du 6 avril 1995. Est incluse : toute opération qui augmente la rentabilité de ses biens propres, comme l'entretien, le développement, l'embellissement et la location de ces biens.

Elle pourra participer, par voie d'apport, de fusion ou par tout autre moyen, dans toutes sociétés, entreprises ou associations ayant un objet similaire ou connexe au sien, ou de nature à favoriser la réalisation de son objet.

Elle pourra s'intéresser, par voie d'apport en espèces ou en nature, de fusion, de souscription, de participation, d'intervention financière, et par tout autre moyen à toute société, constituée ou à constituer, en Belgique ou à l'étranger, ayant un objet similaire ou connexe au sien, ou de nature à favoriser la réalisation de son objet.

Cette liste est non limitative et les termes gestion d'actifs ou conseil, mentionnées dans ces statuts, sont des activités autres que celles précisées dans la loi du 6 avril 1995 concernant les marchés secondaires, le statut des sociétés d'investissement, des intermédiaires et des conseils en investissement, ainsi que leur surveillance.

A cette fin, la société peut collaborer avec, participer à, ou prendre des intérêts, de quelque manière que ce soit, directement ou indirectement, dans d'autres entreprises.

La société peut, afin de garantir ses propres engagements ou ceux des tiers, donner des cautions, entre autres en mettant ses biens en gage ou en les hypothéquant, y compris son propre fonds de commerce.

La société pourra également agir en tant qu'administrateur, mandataire, mandant ou liquidateur dans d'autres sociétés ou entreprises.

En générale, la société pourra entreprendre toute opération commerciale, industrielle, financière, mobilière ou immobilière se rapportant directement ou indirectement à son objet, ou qui est de nature à favoriser la réalisation de son objet. »

3. IDENTIFICATION DE L'OPÉRATION

Conformément aux dispositions de l'article 694 du Code des Sociétés, le conseil d'administration de la société Cofinimmo SA a établi un rapport circonstancié, dans lequel il sera proposé à l'assemblée générale extraordinaire de procéder à la fusion par absorption d'Immopol Dendermonde SA par Cofinimmo SA.

L'assemblée générale extraordinaire appelée à se prononcer sur le projet de fusion est prévue le 9 octobre 2012 ou, le cas échéant, si le quorum de présence requis de 50% n'est pas atteint, à la date de la seconde assemblée, soit le 26 octobre 2012. L'acte notarié relatif à cette fusion sera passé par Maître Marcelis, notaire à Bruxelles.

Si le projet de fusion est valablement approuvé par l'assemblée générale extraordinaire de Cofinimmo SA du 9 octobre 2012 ou, le cas échéant, à la date de la seconde assemblée, soit le 26 octobre 2012 et par l'assemblée générale extraordinaire d'Immopol Dendermonde SA du 9 octobre 2012, Immopol Dendermonde SA cessera d'exister de droit, uniquement par la décision prise et l'intégralité de son patrimoine, actif et passif, sans exception, sera transféré à Cofinimmo SA. Les actionnaires d'Immopol Dendermonde SA deviendront automatiquement actionnaires de Cofinimmo SA.

Tel qu'il résulte du projet de fusion, cette fusion n'aura pas d'effet rétroactif de telle sorte que les opérations de la société absorbée seront considérées du point de vue comptable comme accomplies pour le compte de Cofinimmo SA à compter du 9 octobre 2012 ou, le cas échéant, à la date de la tenue de la seconde assemblée, soit le 26 octobre 2012.

4. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE DES ACTIONS NOUVELLES

La fusion des deux sociétés s'effectuera sur base d'une émission de 204.604 nouvelles actions ordinaires de Cofinimmo SA afin de rémunérer les 229.028 actions d'Immopol Dendermonde SA non détenues par Cofinimmo SA à la date de la fusion.

En application de l'article 703 §2 du Code des Sociétés, aucune action ne sera émise par Cofinimmo SA en rémunération des actions qu'elle détient directement. Ces actions seront annulées lors de la fusion.

La méthode de calcul du rapport d'échange est explicitée au point 4 des rapports établis respectivement par le Conseil d'Administration de Cofinimmo SA et par le Conseil d'Administration d'Immopol Dendermonde SA. Ce paragraphe est partiellement reproduit ci-dessous.

4.1. Choix des critères

Dans l'établissement du rapport d'échange entre les actions de Cofinimmo SA et les actions d'Immopol Dendermonde SA, l'utilisation des critères classiques d'évaluation a été examinée.

4.1.1. VALEUR INTRINSÈQUE

L'appréciation de la valeur intrinsèque des sociétés semble un critère d'appréciation particulièrement adapté au cas de sociétés immobilières patrimoniales.

En effet, les actifs de ces sociétés sont composés quasi exclusivement d'immeubles dont la valeur peut être estimée par des experts indépendants, à la même date. Cette valeur d'expertise est la valeur de marché des immeubles, tenant compte de différents paramètres en la matière, en ce compris, de la localisation, de la qualité des locataires et des baux existants, de la garantie locative, de la comparaison entre les revenus d'immeubles de même qualité et leur localisation ainsi que la qualité technique de l'immeuble.

Cette valeur d'expertise tient donc également compte de la capacité de l'immeuble de générer des revenus, c'est-à-dire de sa valeur de rendement.

Pour déterminer la valeur d'actif net des actions, il convient de déterminer, outre la valeur des immeubles, le niveau de dettes propres à chacune des sociétés et les latences fiscales propres à Immopol Dendermonde SA (Cofinimmo SA étant exemptée, de par son régime fiscal propre de Sicafi, d'impôt sur les plus-values).

4.1.2. VALEUR BOURSIÈRE

La valeur boursière est calculée sur base d'une période de référence d'une durée de 30 jours précédant la date du dépôt du projet de fusion, soit la moyenne des cotations de clôture de l'action ordinaire Cofinimmo SA sur Euronext Brussels pour chaque jour de cotation compris dans la période du 29 juillet 2012 et le 27 août 2012 inclus.

4.1.3. VALEUR DE RENDEMENT

L'utilisation du critère de rendement semble superflue étant donné que les valeurs d'expertise, utilisées dans le calcul de la valeur intrinsèque, contiennent une appréciation quant à la valeur de rendement des immeubles. Une prévision des revenus futurs des deux sociétés serait forcément basée sur les mêmes données (loyers) que celles ayant servi à déterminer la valeur des immeubles.

4.2. Eléments pris en considération dans le calcul du rapport d'échange

Le projet de fusion propose de rémunérer les actionnaires de la société absorbée en fonction d'un rapport d'échange tenant compte de la valeur intrinsèque des actions d'Immopol Dendermonde SA au 30 juin 2012 d'une part et de la valeur boursière des actions ordinaires de Cofinimmo SA calculée sur une période de référence de 30 jours précédant la date du dépôt du projet de fusion, soit la période du 29 juillet 2012 au 27 août 2012 inclus, avec de nouvelles actions à émettre de Cofinimmo SA.

Les rapports établis respectivement par le Conseil d'Administration de Cofinimmo SA et par le Conseil d'Administration d'Immopol Dendermonde SA précisent, dans leurs paragraphes 4.2.1. que : « Lors de transactions précédentes, Cofinimmo a tenu compte pour établir le rapport d'échange, de la plus haute valeur entre (i) de la valeur intrinsèque de l'action Cofinimmo et (ii) de la valeur boursière de ses actions ordinaires calculée sur une période de référence de 30 jours précédant la date de dépôt du projet de fusion. Compte tenu de l'écart important entre la valeur intrinsèque de l'action Cofinimmo et sa valeur boursière, le conseil d'administration a décidé d'utiliser la valeur boursière de ses actions ordinaires calculée sur une période de référence de 30 jours précédant la date de dépôt du projet de fusion comme critère d'évaluation. Compte tenu du contexte financier actuel, l'apport de fonds propres est extrêmement important pour notre entreprise. Dans des transactions avec des tiers il serait à l'heure actuelle inconcevable d'attirer des investisseurs à la valeur intrinsèque de l'action. Les transactions se feraient au mieux en tenant compte du cours de bourse. Le principe de « arms length » veut que nous appliquions le même raisonnement pour des transactions internes. »

4.2.1. VALEUR BOURSIERE DE L'ACTION ORDINAIRE DE LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE: COFINIMMO SA

Cette valeur boursière de l'action ordinaire Cofinimmo SA est calculée comme la moyenne du cours de bourse au cours d'une période de référence de trente jours précédant immédiatement la date du dépôt du projet de fusion, par application de l'article 13 § 3 de l'arrêté royal du 7 décembre 2010 relatif aux sicaf immobilières. Cette moyenne étant donc celle des cotations de clôture de l'action ordinaire Cofinimmo SA sur Euronext Brussels pour chaque jour de cotation compris dans la période du 29 juillet 2012 et le 27 août 2012 inclus.

Cours de bourse moyen de clôture de l'action ordinaire de Cofinimmo SA entre le 29 juillet 2012 et le 27 août 2012 inclus sur Euronext Brussels	89,09 EUR
---	-----------

4.2.2. VALEUR INTRINSEQUE DE L'ACTION DE LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE: IMMOPOLE DENDERMONDE SA

La valeur intrinsèque de l'action de la société absorbée Immopol Dendermonde SA est calculée sur base de la situation intermédiaire au 30 juin 2012.

Valeur intrinsèque	
Fonds propres comptables au 30 juin 2012	227.813,20
Augmentation de capital	14.025.000,00
Plus values latentes sur immeubles au 30 juin 2012	3.536.496,98
Latences fiscales	-489.375,02
Frais transactionnels*	929.513,36
Fonds propres corrigés au 30 juin 2012	18.229.448,52
Fonds propres à rémunérer	18.227.856,76
Nombre d'actions ordinaires en circulation	229.048
Valeur de l'action (en EUR)	79,59
Calcul des latences fiscales jusqu'au 30 juin 2012	
Valeur d'investissement estimée des immeubles	19.042.000,00
Valeur vénale nette	16.926.222,22
Valeur comptable des immeubles	14.111.550,72
Plus-value imposable	2.814.671,50
Total imposable**	2.879.523,50
Latence fiscale à 16,995 % pour la société absorbée	489.375,02
<p>* La vente d'un immeuble est en théorie soumise à la perception par l'Etat de frais de transaction. Le montant de ce droit dépend notamment du mode de cession, de la qualité de l'acheteur et de la localisation, données qui ne sont connues que lorsque la vente a été conclue. L'analyse de l'historique des cessions réalisées sur le marché belge durant les années 2003 à 2005 incluses donne un taux moyen de frais de transaction de 2,5%. Aussi la valeur probable de réalisation des immeubles de plus de 2.500.000 EUR, frais de transaction déduits, correspondant à la juste valeur (fair value), telle que définie par le référentiel IAS/IFRS et est obtenue par déduction de la valeur d'investissement d'un montant de frais de transaction équivalent à 2,5%.</p>	
<p>** Correspond à la plus-value imposable corrigée par l'amortissement sur l'immeuble pour la période du 30.06.2012 au 26.10.2012, date de la seconde assemblée générale devant se prononcer sur la fusion.</p>	

Les biens appartenant à Immopol Dendermonde SA ont fait l'objet d'une expertise par DTZ Winssinger & Associés représenté par Monsieur Jean-Philippe Carmarans. La valeur d'expertise a été prise en compte pour le calcul ci-dessus.

4.3. Détermination du rapport d'échange proposé

Comme spécifié dans le projet de fusion, la fusion par absorption des deux sociétés aura lieu via l'émission de nouvelles actions par Cofinimmo SA. Ces nouvelles actions ont pour but de rémunérer les actions de la société absorbée Immopol Dendermonde SA détenues par ses actuels actionnaires, Leopold Square SA et Cofinimmo SA.

A la date de ce rapport, le capital d'Immopol Dendermonde SA est représenté par 229.048 actions, dont 20 sont directement en la possession de Cofinimmo SA.

Lors de la fusion par absorption d'Immopol Dendermonde SA par Cofinimmo SA, Cofinimmo SA ne peut émettre de nouvelles actions que pour la partie de l'actif d'Immopol Dendermonde SA qui est représentée par des actions d'Immopol Dendermonde SA qui ne sont pas détenues par Cofinimmo SA.

Le rapport d'échange est détaillé au point 5.5. du projet de fusion, tel que calculé par les conseils d'administration des deux sociétés. Ce paragraphe est partiellement reproduit ci-dessous.

	Immopol Dendermonde SA
Nombre d'actions	229.048
Valeur de l'action basée sur la valeur intrinsèque d'Immopol Dendermonde SA (en EUR)	79,59
	Cofinimmo SA
Valeur boursière de l'action ordinaire (en EUR)	89,09
Rapport d'échange	0,89
Nombre d'actions Immopol Dendermonde SA n'appartenant pas à Cofinimmo SA	229.028
Nombre d'actions ordinaires Cofinimmo SA à émettre à l'occasion de la fusion	204.604

Le rapport d'échange proposé est de 0,89 actions de Cofinimmo SA pour 1 action d'Immopol Dendermonde SA.

En proposant de fixer le rapport d'échange pour les actions d'Immopol Dendermonde SA comme indiqué ci-dessus, les Conseils d'Administration estiment rencontrer de manière équilibrée les droits et intérêts tant des porteurs d'actions Immopol Dendermonde SA que des porteurs d'actions Cofinimmo SA.

Il sera donc attribué aux actionnaires de la société absorbée Immopol Dendermonde SA comme rémunération totale pour cette fusion 204.604 actions émises par la société absorbante Cofinimmo SA, en échange des 229.028 actions existantes d'Immopol Dendermonde SA. Le nombre d'actions à émettre a été arrondi en vue d'éviter le paiement d'une soulte et/ou les rompus.

Les nouvelles actions de Cofinimmo SA attribuées aux actionnaires d'Immopol Dendermonde SA, la société absorbée, auront les mêmes droits que les actions ordinaires de Cofinimmo SA. Le droit de vote attaché aux nouvelles actions sera identique au droit de vote attaché aux actions existantes.

Cofinimmo SA n'accorde pas de droits particuliers aux actionnaires d'Immopol Dendermonde SA. Les actions remises donnent chacune droit à une voix et donnent droit au dividende pour participer à partir du 1^{er} janvier 2012 au bénéfice de l'exercice comptable de Cofinimmo SA.

Le rapport de change a donc été calculé sur base de la valeur boursière de Cofinimmo SA. Dans un souci de transparence, le rapport du Conseil d'administration présente la différence entre la situation actuelle et celle où le prix d'émission aurait été calculé sur la base de la valeur intrinsèque nette de l'action de Cofinimmo SA. Ce paragraphe est partiellement reproduit ci-dessous.

« Pour la parfaite information des actionnaires, il est précisé que si le rapport d'échange avait été fixé en tenant compte de la valeur intrinsèque de l'action Cofinimmo au 30 juin 2012, soit 96,69 EUR, le rapport d'échange aurait été de 0,82314 et le nombre d'actions créées s'élèverait à 188.522 contre 204.604 dans l'option retenue. »

Dans les circonstances présentes, il s'agit d'une transaction entièrement intragroupe dans laquelle aucune émission de nouvelles actions ne sont accordées à des tiers hors groupe.

4.4. Contrôles effectués

Lors de l'exercice de cette mission, nous nous sommes entre autres appuyés sur notre revue limitée des situations intermédiaires au 30 juin 2012 des sociétés Cofinimmo SA et Immopol Dendermonde SA, ainsi que sur nos travaux de contrôle interne réalisés dans le cadre de notre mandat de commissaire. Nos travaux de révision n'ont pas révélé de correction significative qui devrait être apportée aux situations intermédiaires du 30 juin 2012.

5. ÉVÉNEMENTS APRÈS CLÔTURE

A la date de ce rapport, il ne s'est produit depuis le 30 juin 2012, date des états financiers qui servent de base à la fixation du rapport d'échange, aucun événement important qui aurait un impact significatif sur le rapport d'échange proposé.

6. CONCLUSION

Sur base de nos contrôles, effectués conformément aux normes de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises relatives à la fusion de sociétés, nous déclarons que:

- Le rapport d'échange de 204.604 nouvelles actions ordinaires, sans désignation de valeur, de Cofinimmo SA en échange de 229.028 actions d'Immopol Dendermonde SA est dans les circonstances présentes d'une transaction entièrement intragroupe pertinent et raisonnable;
- La méthode d'évaluation retenue, c'est-à-dire la valeur intrinsèque des actions au 30 juin 2012 (79,59 EUR par action) de la société absorbée Immopol Dendermonde SA d'une part et la valeur boursière des actions ordinaires (89,09 EUR par action) de la société absorbante Cofinimmo SA d'autre part est dans les circonstances présentes d'une transaction entièrement intragroupe appropriée et justifiée.

Diegem, le 29 août 2012

Le commissaire



DELOITTE Réviseurs d'Entreprises
SC s.f.d. SCRL
Représentée par Frank Verhaegen