

**Antoine LEGOUX**  
155, rue de la Pompe  
75116 PARIS

**Didier KLING**  
28, avenue Hoche  
75008 PARIS

## **LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS**

Société anonyme à directoire et conseil de surveillance  
au capital de 16 039 755 euros  
50, route de la Reine  
92100 Boulogne-Billancourt  
RCS Nanterre n°722 032 778

## **PREMIER ASSOCIES**

Société par actions simplifiée  
au capital de 770 000 euros  
50, route de la Reine  
92100 Boulogne-Billancourt  
RCS Nanterre n° 562 048 256

---

**FUSION ABSORPTION  
DE LA SOCIETE PREMIER ASSOCIES  
PAR LA SOCIETE LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS**

**RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION  
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de commerce de Nanterre du 04 octobre 2018*

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION  
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES  
PAR LA SOCIETE PREMIER ASSOCIES A LA SOCIETE LES NOUVEAUX  
CONSTRUCTEURS**

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 4 octobre 2018, nous avons été désignés en qualité de commissaire à la fusion, dans le cadre de la fusion, par voie d'absorption, de la société Premier Associés (ci-après dénommée « PA ») par la société Les Nouveaux Constructeurs (ci-après dénommée « LNC »). Nous vous présentons notre 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 signé par les représentants des sociétés concernées en date du 12 novembre 2018. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce 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.

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

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.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusions 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**
- 5. Conclusion**

## **1. PRESENTATION DE L'OPERATION**

Il résulte, en substance, du projet de traité de fusion signé entre les parties le 12 novembre 2018 les informations suivantes, étant entendu que seuls les termes du traité revêtent une valeur juridique.

### **1.1 Sociétés concernées par l'opération**

#### ***1.1.1 Société absorbée : PREMIER ASSOCIES***

**PREMIER ASSOCIES** est une société par actions simplifiée dont le siège social est sis 50 route de la Reine, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 048 256.

L'activité de PA consiste en la prise de participation minoritaire dans le capital de LNC. Ainsi, PA dispose pour seul actif 2.200.000 actions LNC représentant 13,72 % du capital et environ 14,85 % des droits de vote.

Jusqu'au 8 octobre 2018, l'actionnariat de PA se présentait comme suit :

- Premier Investissement, par ailleurs société contrôlant la Société Absorbante : 4.608.571 actions de préférence de catégorie P de PA.
- Une trentaine de salariés et mandataires sociaux de LNC (ci-après dénommés les « managers »), dans le cadre de la mise en place en juin 2013 d'un programme d'intéressement à destination des managers leur permettant ainsi d'être associés au développement de la LNC : 2.200.000 actions ordinaires de catégorie O de PA.

Les Actions O et les Actions P bénéficiaient de droits financiers statutaires évolutifs en fonction du niveau du résultat opérationnel cumulé (« ROC ») réalisé par LNC sur le territoire français au titre des exercices 2013 à 2017.

Le ROC de LNC pour les exercices 2013-2017 étant supérieur au seuil statutaire fixé à 180 M€, les Actions P ne bénéficient plus d'aucun droit financier à partir de l'exercice de LNC ouvert le 1er janvier 2018, tous les droits financiers ayant été transférés au profit des Actions O.

Aux termes des décisions de l'assemblée générale extraordinaire de PA en date du 9 octobre 2018, il a été décidé :

- d'annuler les 4.608.571 Actions P détenues par Premier Investissement et de procéder à la réduction corrélative du capital social ;
- de convertir les 2.200.000 Actions O détenues par les Managers en 2.200.000 actions ordinaires, de telle sorte que toutes les actions composant le capital social de la Société Absorbée soient toutes des actions ordinaires ne disposant d'aucun droit ou avantage particulier.

En conséquence, à la date du présent rapport, le capital social de PA s'élève à 770 000 euros, divisé en 2 200 000 actions ordinaires intégralement libérées et toutes de même catégorie, d'une valeur nominale de 0,35 euros.

PA n'a émis de valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital social autres que les 2 200 000 actions composant son capital social.

Il convient de souligner que la clause d'inaliénabilité des actions PA et d'agrément, conformément aux dispositions statutaires stipulées en l'article 10, est de plein droit supprimé à l'occasion de l'opération de fusion-absorption envisagée.

La société clôture son exercice social au 31 décembre. Toutefois, aux termes d'une délibération de l'assemblée générale extraordinaire en date du 18 mai 2018, la collectivité des associés a décidé de modifier :

- la date de clôture de l'exercice social ouvert le 1er janvier 2018 pour la fixer au 30 juin 2018 ;
- la date de clôture de l'exercice suivant ouvert le 1er juillet 2018 pour la fixer au 31 décembre 2018.

PA n'emploie aucun salarié.

### ***1.1.2 Société Absorbante : LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS***

**LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS** est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004023208.

Son capital social s'élève à 16 039 755 euros, divisé en 16 039 755 actions ordinaires intégralement libérées et toutes de même catégorie d'une valeur nominale de 1 euro.

A la date du 14 novembre 2018, LNC disposait de 5 253 actions auto-détenues dans le cadre du contrat de liquidité mis en place le 24 octobre 2018 à la suite de l'autorisation accordée par son assemblée générale du 18 mai 2018.

LNC n'a pas émis d'autres titres de capital, ni d'instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Le siège social de la société est situé 50 route de la Reine, 92100 Boulogne-Billancourt. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 722 032 778.

Elle a pour objet principal, tant en France qu'à l'étranger, directement ou indirectement et notamment par voie de prise de participation sous quelque forme que ce soit à toute entreprise créée ou à créer :

- la promotion immobilière, l'aménagement, le lotissement, l'achat, la construction, la vente, l'achat en vue de la revente, la détention, la rénovation, l'équipement et la location de tous biens immobiliers, ainsi que toute activité immobilière ou industrielle s'y rattachant,
- toutes prestations de services, notamment commerciales, techniques, financières ou de gestion immobilière se rattachant aux activités ci-dessus,
- la détention ou la gestion de sociétés et de toutes autres structures juridiques françaises ou étrangères commerciales, industrielles, financières, mobilières ou immobilières,
- et plus généralement, toutes opérations de quelque nature que ce soit pouvant se rattacher directement ou indirectement aux activités ci-dessus.

La Société Absorbante clôture son exercice social au 31 décembre.

## **1.2 Contexte de l'opération**

La Fusion s'inscrit dans une démarche de simplification de l'actionnariat de la Société Absorbante, le maintien de la société PA étant apparu sans objet selon la Direction à la suite du transfert des droits financiers par l'effet de la mécanique statutaire d'intéressement des managers et de l'annulation des Actions P (Cf. § 1.1.1 supra).

La Fusion permettra ainsi de simplifier et de clarifier la structure actionnariale de LNC en supprimant un échelon jugé sans utilité selon la Direction, et permettant ainsi à ses managers de détenir leur participation directement dans leur société.

Les managers bénéficieront d'une liquidité possible attachée aux titres émis en rémunération de la Fusion sous réserve des engagements de conservation qu'ils prendraient, dans le cadre de la demande de non-lieu à l'obligation de déposer à une offre publique de retrait déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après dénommée l'« AMF »), sur le fondement de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF.

Il est envisagé que l'assemblée générale extraordinaire de LNC devant approuver les modalités de la présente fusion procède également à l'annulation des 2.200.000 actions LNC transmises par PA par l'effet de la Fusion immédiatement après la réalisation de la Fusion.

## **1.3 Lien capitalistique et dirigeant commun entre les parties concernées**

### Lien capitalistique :

A la date du traité de fusion, la Société Absorbée détient 2 200 000 actions de la Société Absorbante, représentant 13,72 % du capital et environ 14,83 % des droits de vote de celle-ci. Etant rappelé que la totalité des actions LNC détenues par PA bénéficie d'un droit de vote double.

La Société Absorbante ne détient aucune action de la Société Absorbée.

Nonobstant la perte de contrôle de la Société Absorbée par Premier Investissement à la suite de l'annulation des Actions P par décision de l'assemblée générale extraordinaire de PA en date du 9 octobre 2018, la Société Absorbée continuera jusqu'à la réalisation effective de la Fusion à faire partie du concert qu'elle forme avec (i) Premier Investissement, (ii) la société Magellan, société contrôlée par Monsieur Moïse Mitterrand, et (iv) les membres de la famille Mitterrand (ci-après dénommé le "Concert").

Le Concert détient 93,71 % du capital social et 95,80 % des droits de vote de la Société Absorbante.

#### Dirigeants communs :

Il convient de noter que nonobstant la perte de contrôle de PA par Premier Investissement à la suite de l'annulation de ses Actions P, PA reste présidée par la société Premier Investissement jusqu'à la réalisation effective de la Fusion.

A la date du projet de traité de fusion, Monsieur Olivier Mitterrand est membre du Conseil de surveillance de LNC et président de la société Premier Investissement, laquelle est président de PA.

De même, à la date du projet de traité de fusion, Monsieur Moïse Mitterrand est président du Directoire de LNC et Directeur général de la société Premier Investissement, laquelle est président de PA et Madame Marie Mitterrand est représentant permanent de Premier Investissement au Conseil de surveillance de LNC et Directeur général de la société Premier Investissement.

## **1.4 Description de l'opération**

### **1.4.1 Caractéristiques essentielles de l'apport**

Le projet de traité de fusion du 12 novembre 2018 précise de façon détaillée les modalités de réalisation de l'opération, étant entendu que seuls les termes de ce traité revêtent une valeur juridique. En substance, ces modalités peuvent être présentées comme suit :

#### Date d'effet

Les parties ont convenu de conférer à la présente fusion un effet rétroactif, au plan comptable et fiscal, au 9 octobre 2018. Les opérations, tant actives que passives, engagées par la Société Absorbée depuis cette date jusqu'à la date de réalisation de la fusion seront ainsi réputées avoir été accomplies pour le compte de la Société Absorbante, d'un point de vue comptable et fiscal.

#### Conditions suspensives

La réalisation définitive de la présente fusion est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Enregistrement par l'AMF du Document E établi conformément aux dispositions de l'article 212-34 du Règlement général de l'AMF ;

- obtention d'une décision de l'AMF confirmant que la Fusion ne donnera pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait sur le fondement de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF, purgée de tout recours ;
- approbation de la Fusion et de la dissolution sans liquidation de la Société Absorbée par l'assemblée générale extraordinaire de la Société Absorbée ; et
- approbation de la Fusion et de l'augmentation de capital en résultant par l'assemblée générale extraordinaire de la Société Absorbante.

A défaut de réalisation de ces conditions suspensives au plus tard le 30 juin 2019, sauf prorogation de ce délai par les Parties, le traité de fusion serait caduc sans qu'aucune indemnité ne soit due par l'une ou l'autre des parties.

#### Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté dans le projet de traité de fusion, et peut se résumer ainsi :

- En matière d'impôt sur les sociétés, la fusion est réalisée sous le régime de faveur prévu à l'article 210 A du Code général des impôts (ci-après « CGI ») ;
- en matière de droits d'enregistrement, les apports seront soumis aux dispositions de l'article 816 du CGI ;
- et en matière de taxe sur la valeur ajoutée, au régime prévu par l'article 257 bis du CGI.

#### **1.4.2 Evaluation et description des apports**

Les parties ont retenu la date du 9 octobre 2018, date de la situation comptable qui a fait l'objet d'un examen limité du commissaire aux comptes de la Société Absorbée, comme date de référence pour établir les conditions de l'opération.

Compte tenu de la réalisation de la fusion entre des sociétés sous contrôle distinct sans prise de contrôle de la Société Absorbante et en application de l'article 743-1 du Règlement n°2017-01 du 5 mai 2017 de l'ANC, les valeurs d'apport retenues dans le cadre de la fusion sont les valeurs réelles arrêtées au 9 octobre 2018.

Sur cette base, l'actif net apporté par la société PA s'élève à 102 034 950,55 euros dont 102 036 000,00 euros au titre de la valeur réelle des 2 200 000 actions LNC apportées.

## 1.5 Rémunération des apports

### 1.5.1 *Rapport d'échange*

La rémunération des apports a été fixée conventionnellement par les parties sur la base d'une comparaison des valeurs réelles de la Société Absorbante et de la Société Absorbée obtenues en référence au cours de bourse de LNC.

Les parties ont arrêté un rapport d'échange de 1 action PA pour 1 action LNC.

### 1.5.2 *Augmentation du capital et prime de fusion*

#### Augmentation de capital

Compte tenu de l'actif net apporté par PA et sur la base du rapport d'échange arrêté (§ 1.5.1) de 1 action de la Société Absorbante pour 1 action de la Société Absorbée, LNC émettra 2 200 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 euro au profit des actionnaires de PA.

En conséquence, le capital social de la Société Absorbante sera augmenté d'un montant de 2 200 000 euros et porté de 16 039 755 euros à 18 239 755 euros.

Ces actions nouvelles seront soumises à toutes les dispositions statutaires, seront assimilées aux actions anciennes et jouiront des droits et avantages attachés à la catégorie dont elles relèvent, avec effet à compter de la Date de Réalisation. Elles porteront jouissance pour toute distribution à compter de leur date d'émission.

Elles feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris et dans les conditions qui seront précisées dans un avis d'Euronext Paris.

Toutefois, les actions LNC reçues en échange des actions PA, détenues en totalité par les Managers, seront assujetties à des restrictions quant à leur libre cessibilité pour les trois années suivant la Date de Réalisation de la Fusion dans le cadre des engagements pris par les associés de la Société Absorbée<sup>1</sup>.

#### Prime de fusion

La différence entre :

- d'une part, la valeur du patrimoine transmis par PA soit 102 034 950,55 euros ;

---

<sup>1</sup> A l'exception de six Managers, qui recevraient individuellement moins de 10.000 titres de la Société Absorbante en rémunération de la Fusion (représentant collectivement 34.344 titres LNC, soit environ 1,56% du nombre total de titres émis dans le cadre de la Fusion).



- et, d'autre part, la valeur nominale des actions créées à titre d'augmentation de capital par LNC, soit 2 200 000 euros ;

constituera une prime de fusion d'un montant de 99.834.950,55 euros.

## **1.6 Réduction de capital**

Au cours de l'assemblée générale de LNC devant se prononcer sur la Fusion, objet du présent rapport, il sera proposé d'annuler immédiatement les 2 200 000 actions LNC qui seront reçues au titre de l'apport-fusion.

Cette annulation donnera lieu à une réduction de capital d'un montant de 2 200 000 euros et d'une réduction de la prime de fusion de 99 836 000 euros.

## **1.7 Augmentation des capitaux propres de la société LNC**

De ce fait, la réduction des capitaux propres de la société LNC sera, au terme de l'augmentation de capital et de la réduction de capital mentionnées ci-dessus, limitée à 1 049,45 euros.

## **2 VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION**

### **2.1 Présentation de la parité retenue par les parties**

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par la société LNC en rémunération des apports effectués par la société PA, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action des sociétés concernées selon les approches suivantes, qui sont présentées de façon détaillée dans l'annexe 3 du projet de traité de fusion :

- Pour LNC : critère de marché en référence au cours de bourse sur la base de la moyenne pondérée calculée sur 3 mois, compte tenu de la liquidité insuffisante du titre pour retenir un cours « spot », depuis le 4 octobre 2018, veille du communiqué diffusé le 5 octobre 2018 annonçant le principe de la Fusion et de ses principales caractéristiques, faisant ressortir une valorisation d'une action LNC à 46,38 euros.
- Pour PA : sa valorisation est fondée sur la valeur par transparence de sa participation dans LNC telle qu'elle ressort de la méthode de valorisation décrite ci-avant dans la mesure où PA n'a pour seul actif principal que les 2 200 000 actions LNC.

Il n'est pas apparu opportun aux parties de procéder à la valorisation de la Société Absorbée et de la Société Absorbante selon une approche multicritère pour les motifs suivants :

- PA a pour seul actif principal 2 200 000 actions de la Société Absorbante. Ainsi, la valorisation de la Société Absorbée, sur la base de son actif net réévalué, est fondée sur la valeur par transparence de sa participation dans la Société Absorbante. L'approche par transparence est ainsi justifiée par la structure comptable de PA i.e. 2.200.000 actions ordinaires formant le capital en regard des 2.200.000 actions LNC formant l'actif net.
- Il est envisagé que l'assemblée générale extraordinaire de LNC devant approuver les modalités de la présente fusion procède également à l'annulation des 2 200 000 actions LNC transmises par PA par l'effet de la Fusion immédiatement après la réalisation de la Fusion.
- L'absence d'application d'une décote ou d'une prime au regard des éléments suivants :

a) Au titre de PA :

- PA a pour unique fonction de porter la participation minoritaire des managers dans le capital de LNC, constituant l'unique actif valorisable. Il est à préciser que PA est un véhicule mis en place en juin 2013 dans le cadre du programme d'intéressement à destination des managers leur permettant ainsi d'être associés au développement de LNC (Cf. § 1.1.1).
- La Fusion constitue l'issue naturelle de ce plan d'intéressement des managers dont la détention indirecte des actions LNC est désormais sans objet à la suite du transfert des droits financiers par l'effet de la mécanique statutaire d'intéressement et permettra de simplifier la structure actionnariale de la Société Absorbante (Cf. § 1.1.1) ;

b) Au titre de LNC :

- Les actions LNC reçues en échange des actions PA détenues par les managers seront assujetties à des restrictions quant à leur libre cessibilité pour les trois années suivant la Date de Réalisation de la Fusion dans le cadre des engagements pris par les associés de la Société Absorbée.
- Nonobstant la mise en place d'un contrat de liquidité en date du 24 octobre 2018, l'action LNC n'est pas un titre liquide au sens de l'article 1er du Règlement Délégué (UE) 2017/567 du 18 mai 2016 et que les associés de la Société Absorbée seront soumis au même niveau de liquidité pour les titres reçus en rémunération de la Fusion que les actionnaires existants de LNC, en particulier aux mêmes contraintes liées aux volumes quotidiens constatés sur le marché. Le flottant représente actuellement environ 4,72 % du capital social.

Il en résulte que, quelle que soit la méthode d'évaluation retenue, la valeur d'une action de la Société Absorbée sera égale à la valeur d'une action de la Société, soit une parité d'échange d'une action de la Société Absorbante pour une action de la Société Absorbée.

## **2.2 Diligences effectuées par les commissaires à la fusion**

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de LNC et les associés de PA sur les valeurs relatives retenues afin de 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 par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à ce type de mission. Dans ce cadre, nos diligences ont consisté notamment à :

- ⇒ Nous entretenir avec la direction et les conseils juridiques des parties prenantes dans cette opération tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales,
- ⇒ Collecter les informations financières, comptables, et juridiques nécessaires à la compréhension de l'opération,
- ⇒ Prendre connaissance des comptes annuels audités par les commissaires aux comptes au 31 décembre 2017 des sociétés Les Nouveaux Constructeurs et Premier Associés, certifiés sans réserve ni observations,
- ⇒ Prendre connaissance des comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2017 de la société Les Nouveaux Constructeurs certifiés sans réserve ni observations,
- ⇒ Prendre connaissance des comptes annuels audités par le commissaire aux comptes au 30 juin 2018 de la société Premier Associés certifiés sans réserve ni observations,
- ⇒ Prendre connaissance des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2018 de la société Les Nouveaux Constructeurs attestée par les commissaires aux comptes,
- ⇒ Prendre connaissance de la situation comptable au 30 septembre 2018 de la société Les Nouveaux Constructeurs,
- ⇒ Prendre connaissance de la situation comptable au 9 octobre 2018 de la société Premier Associés attestée par le commissaire aux comptes,

- ⇒ Analyser l'évaluation faite des sociétés Premier Associés et Les Nouveaux Constructeurs,
- ⇒ Rechercher et mettre en œuvre, le cas échéant, des méthodes alternatives et apprécier la sensibilité du rapport d'échange aux fourchettes de valeurs ressortant des travaux de valorisation des actions des deux sociétés.
- ⇒ S'assurer de l'absence de faits ou d'évènements de nature à remettre en cause les modalités de l'opération et la valorisation des apports,
- ⇒ Examiner le projet de traité de fusion et ses annexes signés le 12 novembre 2018,
- ⇒ Obtenir des lettres d'affirmation des dirigeants des sociétés concernées 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.

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.

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

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties aux actions des sociétés participant à l'opération appelle les commentaires suivants :

- (i) Sur l'approche de valorisation retenues par les parties et énumérées au paragraphe 2.1, elle nous paraît pertinente compte tenu :
- du contexte de l'opération, s'agissant du débouclage du véhicule de portage des actions détenus par les Managers dans le cadre du plan d'intéressement mis en place en juin 2013 (Cf. détail en § 1.1.1), étant précisé qu'une parité autre que de 1 pour 1 viendrait contrevenir à la mécanique statutaire prévue depuis l'origine du plan.
  - du patrimoine de PA constitué quasi uniquement de la prise de participation minoritaire dans LNC. L'approche de valorisation par transparence est fondée par la structure comptable de PA de 2.200.000 actions ordinaires formant le capital en regard des 2.200.000 actions LNC formant l'actif net.

Les parties ont retenu la moyenne des cours LNC, pondérée par les volumes, sur une période de trois mois à compter du 4 octobre 2018, veille de la communication au marché des modalités de l'opération de fusion envisagée, faisant ressortir une valorisation d'une action LNC à 46,38 euros. Le choix de la moyenne de cours sur trois mois est justifié par le faible volume de transactions sur le titre LNC qui ne permettait pas de retenir un cours « spot » pertinent pour l'appréciation de cette valeur.

Nous constatons que les parties ont retenu un rapport d'échange par transparence en considérant qu'il serait émis, en rémunération de l'apport consenti par PA, un nombre d'actions LNC exactement égal au nombre d'actions LNC détenues par la société PA avant la Fusion constituant son quasi seul actif.

Au cas d'espèce, les valeurs relatives qui pourraient être attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sur la base d'une approche multicritère manqueraient de pertinence.

En outre, au cours de l'assemblée générale de LNC devant approuver la fusion envisagée, il sera proposé d'annuler immédiatement les 2 200 000 actions LNC transmis au titre de l'apport-fusion objet du présent rapport.

En conséquence, la référence au cours de bourse de LNC n'appelle pas de commentaires particuliers.

(ii) Sur l'absence d'application de décote et/ou de prime par les parties telle que justifiée au paragraphe 2.1, nous constatons que, si elles devaient être retenues, il s'agirait, d'une part, de décotes et, d'autre part, seraient appliquées, bien que de nature différente, à la fois à LNC et à PA :

✎ S'agissant de la décote qui pourrait être appliquée à LNC, elle serait de deux types :

a) Au regard de la faible liquidité du titre LNC consécutif à la taille réduite de son flottant comme le montre le tableau ci-après :

Au 18/10/2018	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Volume moyen de titres	1 589	1 017	922	912
Volume cumulé de titres	31 776	61 032	110 590	227 920
Rotation du flottant	3,15%	6,05%	10,96%	22,59%
Rotation du capital	0,20%	0,38%	0,69%	1,42%

On apprécie généralement ce type de décote en référence aux décotes observées sur les cessions de bloc qui peuvent être estimées entre 4% et 7%<sup>2</sup>.

b) Au titre de la décote d'incessibilité consécutive à l'engagement des Managers de conservation des titres LNC, reçus en rémunération de la fusion envisagée, sur une période d'au minimum 2 ans, compte tenu des fenêtres de liquidité partielle de 33,33% par an sur 3 ans, prenant effet à la date d'entrée en vigueur de cette clause de conservation de titres reçus en rémunération de la fusion envisagée. Cette décote d'incessibilité s'apprécie sur la base des décotes observées sur des titres vendus avec des clauses d'incessibilité. Elle peut être estimée entre 13 et 36%<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Cf. travaux SVEF sur les décotes et primes éditions 2008 et 2018.

<sup>3</sup> Ibid

✚ S'agissant de la décote qui pourrait être appliquée à PA en tant que société Holding non cotée, elle pourrait être de deux natures également :

- a) Décote de holding, en référence à la décote observée sur des sociétés holding cotées et qui peut être estimée entre 30 et 35% de l'ANR<sup>4</sup>.
- b) Décote de non liquidité (société non cotée) : elle peut se confondre avec la décote de holding.

En conséquence, à supposer qu'elles soient retenues, les décotes qui pourraient être appliquées à chacun des titres sont quasiment équivalentes.

Nous estimons par ailleurs que, compte tenu de la transparence de la situation comptable de PA, 2 200 000 actions ordinaires formant le capital en regard des 2 200 000 actions LNC formant l'actif net, s'il devait être décidé une liquidation de PA et le partage de son produit net de liquidation, constitué de son seul actif financier en l'occurrence les 2 200 000 actions LNC, entre ses actionnaires, Managers de LNC, ces derniers recevraient une action LNC pour une action PA. C'est pourquoi, l'application de toute décote, de part et d'autre, sera certainement injustifiée. Enfin, il pourra être relevé que, - notamment en raison de l'application du régime mère-fille, de la baisse prévisible du taux d'IS, de la suppression de la taxe de 3% sur les distributions et de l'adoption du Prélèvement Forfaitaire Unique -, la fiscalisation des dividendes et des plus-values serait quasi identique pour les associés de PA selon que la Fusion soit réalisée ou non, ce qui ne justifie pas l'application d'une décote au titre d'une différence de traitement fiscal.

### **3 APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE**

Aux termes du projet de traité de fusion, les parties ont déterminé le rapport d'échange par transparence et considéré qu'il serait émis, en rémunération de l'apport consenti par PA, un nombre d'actions LNC exactement égal au nombre des actions LNC détenu par la société PA avant la fusion.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

Le choix de la détermination du rapport d'échange par transparence, s'il procède d'une tolérance mathématique, apparaît acceptable dans la mesure où la valeur des actions LNC représente quasiment la totalité de l'actif net apporté par PA.

---

<sup>4</sup> *Ibid*

Les valeurs respectives des actions LNC et PA sont ainsi intimement liées et toute variation de l'appréciation de la valeur de la première se répercute directement sur l'appréciation de la valeur de la seconde. En outre, les autres éléments composant le patrimoine de PA ont une valeur comptable totale nette limitée à environ (-1 049,45) euros comprenant la valeur comptable d'une provision pour garanties de 275 000 euros dont le montant est susceptible d'évoluer, notamment, à la baisse.

Le rapport d'échange proposé n'appelle pas d'observation complémentaire de notre part.

#### **4 SYNTHESE**

Les parties ont déterminé le rapport d'échange par transparence et ont considéré qu'il serait émis, en rémunération de l'apport consenti par PA, un nombre d'actions LNC exactement égal au nombre d'actions LNC détenues par PA, avant la Fusion, soit 2 200 000 actions.

Si les actionnaires de PA avaient décidé de procéder à la liquidation de leur société, compte tenu de la transparence de la situation comptable de PA (2 200 000 actions ordinaires formant le capital en regard des 2 200 000 actions LNC formant l'actif net), ils auraient eu à partager le produit net de liquidation, constitué de son quasi seul actif financier en l'occurrence les 2 200 000 actions LNC, de sorte qu'ils recevraient une action LNC pour une action pour 1 action PA.

C'est pourquoi, nous n'avons pas d'observation à formuler sur le caractère équitable du rapport d'échange arrêté par les parties.

Du fait de la proposition qui sera soumise à l'assemblée générale de LNC devant approuver l'opération de fusion, d'annuler immédiatement les 2 200 000 actions LNC qui seront reçues au titre de l'apport-fusion, l'opération envisagée n'aura pas d'impact dilutif sur les actionnaires de LNC.

En outre, la fusion entraînant la disparition de la Société Absorbée à la date de sa réalisation, PA sortira du Concert qu'elle formait avec les sociétés Premier Investissement, Magellan et les membres du groupe familial Mitterrand. En conséquence, le Concert, franchirait à la baisse les seuils de 90 % du capital social et 95 % et 90 % des droits de vote de LNC.

Aussi, la fusion aura pour effet de porter le flottant de LNC de 4,72 % à 8,41 %, hors prise en compte des titres des membres du Directoire.

## 5 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 Premier Associés pour 1 action Les Nouveaux Constructeurs, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 16 novembre 2018

*Les Commissaires à la fusion*



ANTOINE LEGOUX



DIDIER KLING