

SICAF Immobilière Cofinimmo SA

**Rapport du commissaire sur la proposition
de fusion par absorption de Residentie De
Nootelaer SPRL par la Sicaf immobilière
Cofinimmo SA**

9 Décembre 2011

Table des matières	Page
1. INTRODUCTION	3
2. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS CONCERNÉES	4
2.1. COFINIMMO SA (SOCIÉTÉ ABSORBANTE)	4
2.2. RESIDENTIE DE NOOTELAER SPRL (SOCIÉTÉ ABSORBÉE)	5
3. IDENTIFICATION DE L'OPÉRATION	6
4. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE DES ACTIONS NOUVELLES	7
4.1. CHOIX DES CRITERES	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. ELEMENTS PRIS EN CONSIDERATION DANS LE CALCUL DU RAPPORT D'ECHANGE	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: Residentie De Nootelaer SPRL</i>	9
4.3. DETERMINATION DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE	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 27 octobre 2011, par la société Cofinimmo SA, la société absorbante, de la société Residentie De Nootelaer SPRL, la société absorbée.

Le projet de fusion a été déposé le 27 octobre 2011 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 817.049.113,33 EUR, représenté par 15.246.695 actions sans désignation de valeur nominale entièrement libérées qui en représentent chacune une part égale, à savoir 13.998.533 actions ordinaires, 561.727 actions privilégiées « P1 » et 686.435 actions privilégiées « P2 ». Les chiffres concernant le capital et les actions tiennent compte des conversions de 439 actions privilégiées du 3^e trimestre 2011 ainsi que des conversions de 47 obligations convertibles qui seront constatées par acte notarié avant mi-novembre.

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. Residentie De Nootelaer SPRL (société absorbée)

La société privée à responsabilité limitée de droit belge "Residentie De Nootelaer" a son siège social sur le Boulevard de la Woluwe 58 – 1200 Bruxelles. Le numéro d'entreprise de la société est le 0436.580.568.

Le capital souscrit de la société s'élève à 18.550 EUR, représenté par 750 actions sans désignation de valeur nominale, et est entièrement souscrit. Il n'y a pas d'actions privilégiées ou d'actions auxquelles des droits particuliers seraient reconnus.

Les associés de la société Residentie De Nootelaer SPRL sont Léopold Square SA (735 actions), une société de droit belge, et Cofinimmo SA (15 actions), une société de droit belge. Residentie De Nootelaer SPRL appartient au groupe Cofinimmo.

« La société Residentie De Nootelaer SPRL a pour objet:

- *L'achat, la vente, l'échange, la location, la sous-location avec ou sans option d'achat, la construction, la démolition, la transformation, la sauvegarde, l'amélioration, l'exploitation, l'entretien et la conservation de biens immobiliers.*

Afin de réaliser cet objet, la société peut acheter, louer ou introduire tous les matériaux, biens, appareils et ustensiles nécessaires. La société peut également, afin de réaliser l'objet susmentionné, préparer, établir et signer des conventions, réaliser des opérations de financement et exercer la fonction de courtier et, en général, effectuer toutes opérations qui sont nécessaires ou utiles afin de réaliser l'objet susmentionné.

La gestion des biens immobiliers, y inclus la gestion de portefeuille.

La prestation de services se rattachant à l'objet de la société.

La société sert pour compte propre en consignation, en commission, d'intermédiaire ou de représentant.

Elle peut participer dans tous les magasins et/ou entreprises ayant un objet similaire ou liée ou qui peuvent faciliter la réalisation de l'objet social.

En règle générale, la société peut effectuer toutes les opérations de nature civile, commerciale, mobilière, immobilière, industrielle ou financière, se rapportant directement ou indirectement, entièrement ou partiellement à son objet social. La société peut constituer une hypothèque sur ses biens immobiliers, se porter caution, souscrire des prêts, pour soi-même, ainsi que pour des tiers, à condition que la société y trouve quelconque intérêt. »

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 de Residentie De Nootelaer SPRL par Cofinimmo SA.

L'assemblée générale extraordinaire appelée à se prononcer sur le projet de fusion est prévue le 9 décembre 2011 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 27 décembre 2011. 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 décembre 2011 ou, le cas échéant, à la date de la seconde assemblée, soit le 27 décembre 2011 et par l'assemblée générale extraordinaire de Residentie De Nootelaer SPRL du 9 décembre 2011, Residentie De Nootelaer SPRL 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 associés de Residentie De Nootelaer SPRL 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 décembre 2011 ou, le cas échéant, à la date de la tenue de la seconde assemblée, soit le 27 décembre 2011.

4. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE DES ACTIONS NOUVELLES

La fusion des deux sociétés s'effectuera sur base d'une émission de 32.924 nouvelles actions ordinaires de Cofinimmo SA afin de rémunérer les 735 actions de Residentie De Nootelaer SPRL 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 collège des gérants de Residentie De Nootelaer SPRL. 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 de Residentie De Nootelaer SPRL, 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 Residentie De Nootelaer SPRL (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 27 septembre 2011 et le 26 octobre 2011 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 associés de la société absorbée en fonction d'un rapport d'échange tenant compte de la valeur intrinsèque des actions de la Residentie De Nootelaer SPRL au 30 septembre 2011 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 27 septembre 2011 au 26 octobre 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 collège des gérants de Residentie De Nootelaer SPRL 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 27 septembre 2011 et le 26 octobre 2011 inclus.

Cours de bourse moyen de clôture de l'action ordinaire de Cofinimmo SA entre le 27 septembre 2011 et le 26 octobre 2011 inclus sur Euronext Brussels	89,01 EUR
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------

4.2.2. VALEUR INTRINSEQUE DE L'ACTION DE LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE: RESIDENTIE DE NOOTELAER SPRL

La valeur intrinsèque de l'action de la société absorbée Residentie De Nootelaer SPRL est calculée sur base de la situation intermédiaire au 30 septembre 2011.

Valeur intrinsèque	
Fonds propres comptables au 30 septembre 2011	253.305,04
Plus values latentes sur immeubles au 30 septembre 2011	2.886.073,86
Latences fiscales	-441.932,60
Frais transactionnels* et autres corrections**	292.938,76
Fonds propres corrigés au 30 septembre 2011	2.990.385,06
Fonds propres à rémunérer	2.930.577,37
Nombre d'actions ordinaires en circulation	750
Valeur de l'action (en EUR)	3.987,18
Calcul des latences fiscales jusqu'au 30 septembre 2011	
Valeur d'investissement estimée des immeubles	3.321.000,00
Valeur vénale nette	3.019.090,91
Valeur comptable des immeubles	424.960,32
Plus-value imposable	2.594.130,59
Total imposable***	2.600.368,36
Latence fiscale à 16,995 % pour la société absorbée	441.932,60
<p><i>* 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%.</i></p>	
<p><i>**Les autres corrections correspondent à une plus-value sur participation valorisée à la valeur de marché (Fair Value) au 30.09.2011.</i></p>	
<p><i>*** Correspond à la plus-value imposable corrigée par l'amortissement sur l'immeuble pour la période du 30.09.2011 au 27.12.2011, date de la seconde assemblée générale devant se prononcer sur la fusion.</i></p>	

Les biens appartenant à Residentie De Nootelaer SPRL ont fait l'objet d'une expertise par messieurs Philippe Winssinger et Benoît Forgeur, agissant pour le compte de la SA Winssinger & Associés. 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 Residentie De Nootelaer SPRL détenues par ses actuels associés, Léopold Square SA et Cofinimmo SA.

A la date de ce rapport, le capital de Residentie De Nootelaer SPRL est représenté par 750 actions, dont 15 sont directement en la possession de Cofinimmo SA.

Lors de la fusion par absorption de Residentie De Nootelaer SPRL par Cofinimmo SA, Cofinimmo SA ne peut émettre de nouvelles actions que pour la partie de l'actif de Residentie De Nootelaer SPRL qui est représentée par des actions de Residentie De Nootelaer SPRL 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.

	Residentie De Nootelaer SPRL
Nombre d'actions	750
Valeur de l'action basée sur la valeur intrinsèque de Residentie De Nootelaer SPRL (en EUR)	3.987,18

	Cofinimmo SA
Valeur boursière de l'action ordinaire (en EUR)	89,01

Rapport d'échange	44,794
--------------------------	---------------

Nombre d'actions Residentie De Nootelaer SPRL n'appartenant pas à Cofinimmo SA	735
Nombre d'actions ordinaires Cofinimmo SA à émettre à l'occasion de la fusion	32.924

Le rapport d'échange proposé est de 44,794 actions de Cofinimmo SA pour 1 action de Residentie De Nootelaer SPRL.

En proposant de fixer le rapport d'échange pour les actions de Residentie De Nootelaer SPRL comme indiqué ci-dessus, le Conseil d'Administration et le collège des gérants estiment rencontrer de manière équilibrée les droits et intérêts tant des porteurs d'actions Residentie De Nootelaer SPRL que des porteurs d'actions Cofinimmo SA.

Il sera donc attribué aux associés de la société absorbée Residentie De Nootelaer SPRL comme rémunération totale pour cette fusion 32.924 actions émises par la société absorbante Cofinimmo SA, en échange des 735 actions existantes de Residentie De Nootelaer SPRL. 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 associés de Residentie De Nootelaer SPRL, 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 associés de Residentie De Nootelaer SPRL. Les actions remises donnent chacune droit à une voix et donnent droit au dividende pour participer à partir du 1 janvier 2011 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 septembre 2011, soit 95,20 EUR, le rapport d'échange aurait été de 41,882 et le nombre d'actions créées s'élèverait à 30.783 contre 32.924 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 septembre 2011 des sociétés Cofinimmo SA et Residentie De Nootelaer SPRL, 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 septembre 2011.

5. ÉVÉNEMENTS APRÈS CLÔTURE

A la date de ce rapport, il ne s'est produit depuis le 30 septembre 2011, 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 32.924 nouvelles actions ordinaires, sans désignation de valeur, de Cofinimmo SA en échange de 735 ations de Residentie De Nootelaer SPRL 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 septembre 2011 (3.987,18 EUR par action) de la société absorbée Residentie De Nootelaer SPRL d'une part et la valeur boursière des actions ordinaires (89,01 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 31 octobre 2011

Le commissaire



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