



1509141301

DATE DEPOT : 2015-10-01

NUMERO DE DEPOT : 2015R091331

N° GESTION : 2015B16227

N° SIREN : 812806966

DENOMINATION : KALIMERA

ADRESSE : 12 rue François 1er 75008 Paris

DATE D'ACTE : 2015/10/01

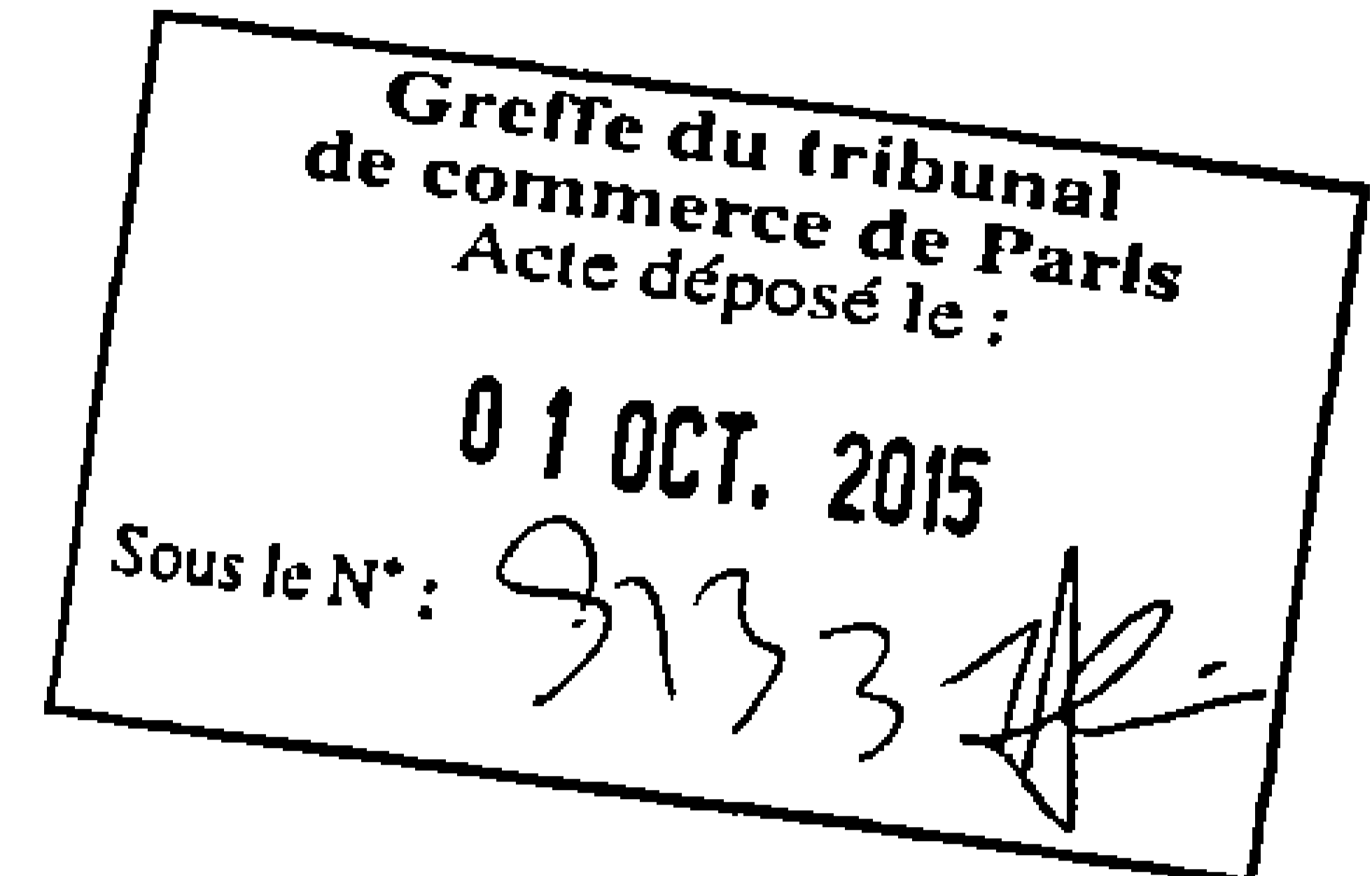
TYPE D'ACTE : RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

NATURE D'ACTE :

RK 11/01/15



F I N E X S I
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



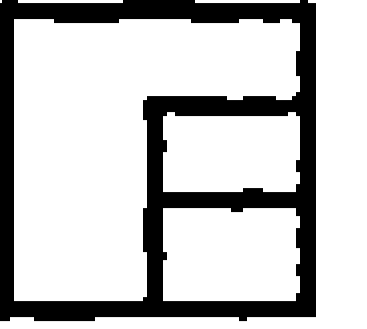
1516227

KALIMERA

Société par actions simplifiée au capital de 3.000 €
12, rue François 1^{er}
75008 Paris
RCS de Paris n° 812 806 966

**Rapport du commissaire aux apports
sur la valeur des apports devant être effectués par
Mme Laurence PINAULT
à la société KALIMERA**

Assemblée Générale en date du 9 octobre 2015



**Rapport du commissaire aux apports
sur la valeur des apports devant être
effectués par Mme Laurence PINAULT
à la société KALIMERA**

Aux associés,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par décision unanime des associés en date du 22 septembre 2015 concernant l'apport, par Mme Laurence PINAULT (« l'apporteur »), de titres de la société FINANCIERE PINAULT SCA à la société KALIMERA (« la bénéficiaire »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L 225-147 du Code de Commerce, étant précisé que nous n'émettons pas d'appréciation sur l'équité de la rémunération de l'apport.

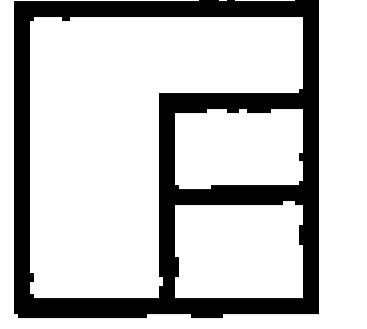
La valeur de l'apport a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé votre Présidente en date du 22 septembre 2015.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport augmentée de la prime d'apport.

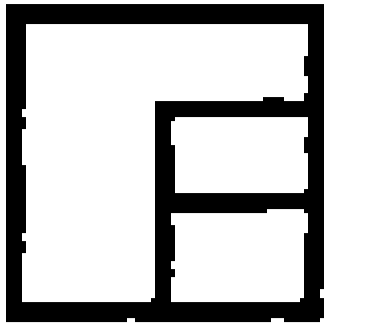
Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

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

Nous aborderons successivement les points suivants :



1. Présentation de l'opération et description de l'apport
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'apport
3. Synthèse – Points clés
4. Conclusion



1. Présentation de l'opération et description de l'apport

1.1 Contexte de l'opération

La présente opération s'inscrit dans le cadre d'une réorganisation de l'actionnariat de la société FINANCIERE PINAULT SCA.

1.2 Présentation des sociétés en présence

1.2.1. Société bénéficiaire de l'apport

KALIMERA, est société par actions simplifiée, au capital social de trois mille (3.000) euros, ayant son siège social au 12 rue François 1^{er}, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 812 806 966, représentée par Laurence PINAULT, dûment habilitée à cet effet.

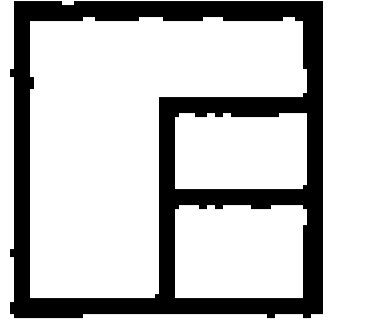
1.2.2. Société dont les titres sont apportés

FINANCIERE PINAULT SCA, est une société en commandite par actions, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 342 731 973, dont le siège social est situé 12 rue François 1^{er}, 75008 Paris, et dont le capital social, fixé à la somme de quarante millions deux cent quatre-vingt-neuf mille neuf cent soixante-dix (40.289.970) euros, est divisé en 3.327 actions de 12.110 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées, réparties comme suit :

- 250 actions de catégorie A,
- 2.250 actions de catégorie B,
- 245 actions de catégorie C, et
- 582 actions de préférence de catégorie P.

Les droits attachés aux actions A, B, C et P sont définis aux articles 14, 44 et 46 des statuts de la société FINANCIERE PINAULT SCA, lesquels doivent être modifiés à la date de réalisation (cf. §1.3.1), préalablement à l'apport objet des présentes, ce que la société bénéficiaire déclare bien connaître.

A la date de réalisation et préalablement à l'apport objet des présentes, 694 actions B (dont 347 actions B détenues par l'apporteur) seront converties en



actions de préférence P' et les actions de la société seront ainsi réparties comme suit :

- 250 Actions A,
- 1.556 Actions B,
- 245 Actions C,
- 582 Actions P, et
- 694 actions de préférence de catégorie P' (« Actions P' »).

Les droits attachés à ces actions anciennes et nouvelles, tels que décrits dans le projet de statuts modifiés de la société, peuvent se résumer comme suit :

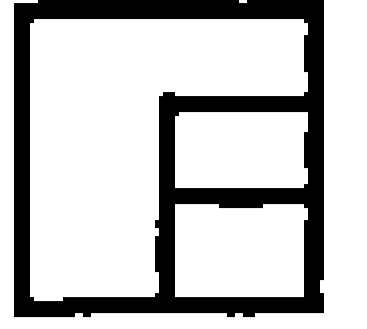
Les actions de catégorie A jouissent de droits particuliers dans les bénéfices et dans le produit de liquidation (au détriment des actions de catégories B et P') tels que décrits aux articles 43 et 45 du projet de statuts modifiés. Les droits privilégiés qui sont accordés aux actionnaires détenant les actions de catégorie A sont :

- des droits privilégiés à caractère viager, sur la tête de M. François PINAULT,
- sont expressément subordonnés à la condition que M. François PINAULT ne vende aucune de ses actions de catégorie A.

En cas de décès de M. François PINAULT, ou en cas de vente par celui-ci d'une ou plusieurs actions de catégorie A, les actions de catégorie A perdent leur droits privilégiés.

A compter de la perte des droits privilégiés A, les actions de catégorie A et B deviennent des actions ordinaires, ce qui entraîne la disparition des catégories d'actions A, B et C (les actions de catégorie C sont des actions ordinaires). Toutes les actions donneront ainsi droit à une part dans les bénéfices, les réserves et le boni de liquidation proportionnellement au nombre d'actions détenues par chacun des actionnaires, sous réserve des droits spécifiques conférés à compter de cette date aux actions P'.

Les actions de catégorie P' sont des actions de préférence sans droit de vote, issues de la conversion d'actions B et qui ont :



- jusqu'à la perte des droits privilégiés A : les mêmes droits financiers que les actions de catégorie B ;
- après la perte des droits privilégiés A : des droits financiers spécifiques leur accordant un dividende préciputaire, cumulatif sur une durée illimitée, d'un montant égal à 50% de la valeur nominale des actions P' à la date de leur émission.

Les actions de catégorie P sont quant à elles des actions de préférence sans droit de vote, issues de la conversion d'actions C. Elles confèrent à leur porteur le droit de se faire racheter leurs actions par la société, sous certaines conditions décrites à l'article 15-5 du projet de statuts modifiés de FINANCIERE PINAULT SCA.

1.2.3. Liens entre les sociétés

A la date du présent rapport, il n'existe aucun lien en capital entre la société dont les titres doivent être apportés et la société bénéficiaire.

Mme Laurence PINAULT est actionnaire commun de la société dont les titres sont apportés et de la société bénéficiaire.

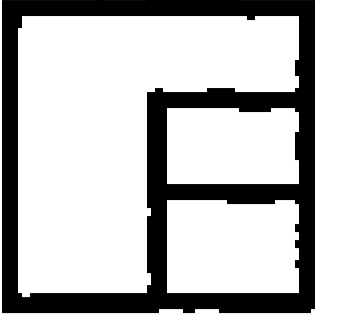
1.3 Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

La présente opération a pour objet l'apport pur et simple par l'apporteur à la société bénéficiaire de la pleine propriété de 176 Actions B, de la nue-propriété de 83 Actions A et de la pleine propriété de 347 Actions P' de la société FINANCIERE PINAULT SCA.

Concomitamment à la réalisation de l'apport, l'apporteur cédera à la société bénéficiaire 72 Actions B de la société FINANCIERE PINAULT SCA.

Conformément à l'article VI de l'acte de donation entre vifs à titre de partage anticipé en date du 17 août 2001, les 83 Actions A détenues en nue-propriété par l'apporteur sont inaliénables la vie durant de Monsieur François PINAULT, sauf accord exprès de ce dernier.



Il est prévu la signature, avant la réalisation de l'apport, d'un acte notamment entre Monsieur François PINAULT et l'apporteur par lequel Monsieur François PINAULT autorisera l'apport de la nue-propiété desdites actions.

Aux termes de la conversion, de l'apport et de la cession :

- la société bénéficiaire détiendra 20,4% du capital social, et, compte tenu de la règle de répartition des droits de vote dans les statuts de la société FINANCIERE PINAULT SCA tels qu'il seront modifiés préalablement à l'apport, 12,1% des droits de vote en assemblée générale ordinaire et 16,1% des droits de vote en assemblée générale extraordinaire de la société FINANCIERE PINAULT SCA;
- l'apporteur détiendra la quasi intégralité du capital social et des droits de vote de la société bénéficiaire.

Aspects juridiques

L'apport est soumis au régime juridique des apports en nature conformément à l'article L.225-147 du Code de Commerce.

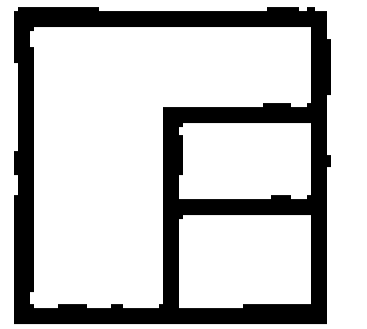
Aspects fiscaux

L'apport est placé sous le régime du report d'imposition prévu à l'article 150 0-B-ter du Code général des impôts. L'apporteur devra mentionner les plus-values ainsi placées en report d'imposition sur sa déclaration d'impôt sur le revenu.

En matière de droits d'enregistrement, l'apport est soumis au droit fixe prévu à l'article 810-1 du Code général des impôts, à la charge de la société bénéficiaire.

Date de réalisation de l'opération

La réalisation de l'apport interviendra à la date de levée de la dernière des conditions suspensives, prévue le 9 octobre 2015. A défaut de réalisation de l'ensemble des conditions suspensives au 31 décembre 2015, le Traité d'Apport sera caduc.



1.3.2 Conditions suspensives

La réalisation de l'apport est subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'agrément de l'apport et de la société bénéficiaire, par le conseil de surveillance et la gérance de la société FINANCIERE PINAULT SCA, conformément à l'article 12 de ses statuts actuels ;
- la signature de l'autorisation d'apport ;
- l'approbation du Traité d'Apport et de l'augmentation de capital corrélative de la société bénéficiaire en rémunération de l'apport.

1.4 Présentation de l'apport

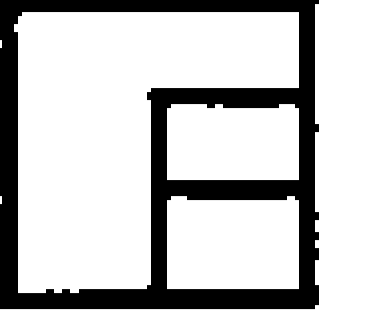
1.4.1 Description de l'apport et évaluation de l'apport

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives, l'apporteur apporte à la société bénéficiaire, sous les conditions ordinaires et de droit ainsi que les conditions stipulées aux présentes :

- la pleine propriété de 176 Actions B,
- la nue-propriété de 83 Actions A, et
- la pleine propriété de 347 Actions P'.

La valeur totale des titres apportés, qui a été déterminée sur la base d'une évaluation de leur valeur réelle, s'élève à un milliard cent trente-neuf millions cinq cent douze mille (1.139.512.000) euros, sur la base d'une valeur par titre apporté en pleine propriété de chaque action A, action B et action P' d'un million neuf cent soixante mille neuf cent cinquante-sept (1.960.957) euros, étant précisé que :

- la pleine propriété des 176 actions B et des 347 Actions P' est apportée pour une valeur d'un milliard vingt-cinq millions cinq cent quatre-vingt mille cinq cent onze (1.025.580.511) euros ; et
- la nue-propriété des 83 actions A est apportée pour une valeur de cent treize millions neuf cent trente-et-un mille quatre cent quatre-vingt-neuf (113.931.489) euros, étant précisé que la valeur en nue-



propriété d'un titre apporté a été évaluée à 70% de la valeur en pleine propriété d'un titre apporté.

1.4.2 Rémunération de l'apport

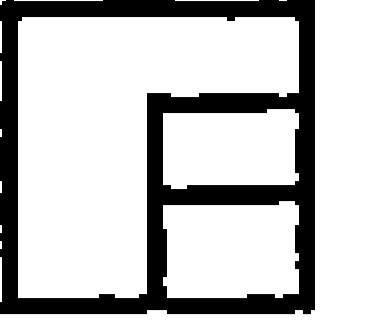
En rémunération de l'apport, il sera attribué à l'apporteur un million cent trente-neuf mille cinq cent douze (1.139.512) actions ordinaires nouvelles de la société bénéficiaire d'une valeur nominale de cent (100) euros chacune, qui seront émises par la société bénéficiaire à titre d'augmentation de capital.

Le capital social de la société bénéficiaire sera ainsi augmenté de cent treize millions neuf cent cinquante-et-un mille deux cents (113.951.200) euros et sera donc porté d'un montant de trois mille (3.000) euros, son montant actuel, à un montant de cent treize millions neuf cent cinquante-quatre mille deux cents (113.954.200) euros et sera alors divisé en un million cent trente-neuf mille cinq cent quarante-deux (1.139.542) actions de cent (100) euros de valeur nominale chacune.

Cette rémunération de l'apport a été établie sur la base des valeurs respectives des titres apportés et d'une action de la société bénéficiaire, établies sur la base de la valeur réelle de la société et de la société bénéficiaire.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 1.139.512.000 euros, et le montant nominal total de l'augmentation de capital de KALIMERA, soit 113.951.200 euros, constituera une prime d'apport, d'un montant de 1.025.560.800 euros.

Cette prime d'apport sera portée au passif de la société bénéficiaire au poste « Prime d'Apport » sur lequel porteront les droits de tous les associés anciens et nouveaux de la société bénéficiaire. La prime d'apport pourra recevoir toute affectation conforme aux règles en vigueur et aux statuts de la société bénéficiaire décidée par la collectivité des associés de celle-ci.



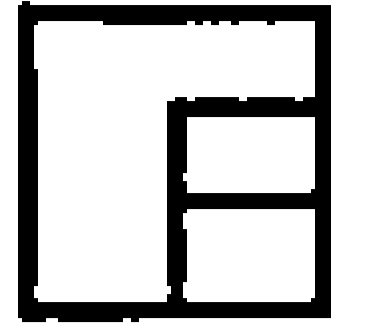
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences mises en œuvre

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin de nous assurer que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée. :

En particulier, les diligences spécifiques suivantes ont été réalisées :

- Entretiens avec les responsables en charge de l'opération et leurs conseils, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- Examen du projet de traité de fusion et de ses annexes signé en date du 22 septembre 2015 ;
- Contrôle de la réalité et de la propriété des titres apportés par Mme Laurence PINAULT ;
- Vérification des valeurs individuelles proposées dans le projet de traité de fusion pour les différentes catégories de titres apportés ;
- Vérifier que la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble est au moins égale à la valeur des apports proposée dans le traité de fusion ;
- Vérification pour la société FINANCIERE PINAULT SCA de l'émission par le Commissaire aux comptes d'une certification sans réserve des comptes individuels et consolidés au 31 décembre 2014 ;
- Prise de connaissance des travaux d'évaluation réalisés par la banque ROTHSCHILD pour fixer les valeurs réelles des titres FINANCIERE PINAULT SCA apportés et vérification du caractère adapté de cette évaluation à la société évaluée (holding diversifiée) ;
- Obtention d'une lettre d'affirmation signée par Mme Laurence PINAULT nous confirmant l'exhaustivité des informations transmises à l'occasion de cette opération ainsi que l'absence d'événement significatif, jusqu'à la date de notre rapport, susceptible de remettre en cause la valeur de l'apport.



2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des apports au regard de la réglementation comptable

Les titres FINANCIERE PINAULT SCA apportés sont retenus pour leur valeur réelle, soit une valeur unitaire de 1.960.957 euros par action A, B et P'.

S'agissant de l'apport de titres représentatifs de 20,4% du capital social de FINANCIERE PINAULT SCA, l'apport est réalisé à valeur réelle, ce qui est conforme aux dispositions du Règlement CRC 2004-01.

Nous n'avons donc pas de remarque sur le choix du mode d'évaluation retenu.

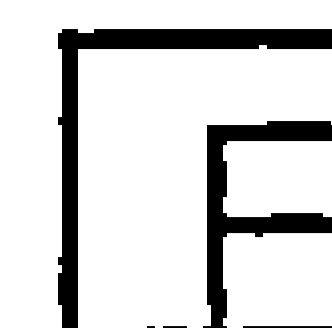
2.3 Appréciation de la valeur des apports

Les parties ont mandaté la banque ROTHSCHILD pour déterminer la valeur réelle des titres FINANCIERE PINAULT SCA apportés.

S'agissant de l'évaluation d'une société holding, les parties ont retenu la méthode de l'actif net réévalué (ANR) qui consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan.

Seuls les principaux actifs apportés ont fait l'objet d'une réévaluation à leur valeur réelle. Après examen, les autres composantes du patrimoine ont été retenues soit pour leur valeur nette comptable au 31 mars 2014, soit pour leur prix d'acquisition, jugés représentatifs de leur valeur réelle.

Les valeurs retenues pour les différents actifs du groupe peuvent se résumer comme suit :



(en millions d'euros)

Actifs	Méthode d'évaluation	Valorisation au 21/09/2015
KERING	Cours de bourse au 21/09/2015	7 912
FNAC	Cours de bourse au 21/09/2015	333
Pro Global Insurance plc	Cours de bourse au 21/09/2015	6
Sous total Actifs cotés		8 250
Sous-total Actifs non cotés (Christie's, vignobles, collection d'art, immobilier)		3 242
VALORISATION A PERIMETRE COMPARABLE AU 31/12/2013		11 493
Sous-total Acquisitions 2014-2015		488
TOTAL VALEUR DES ACTIFS		11 981
DETTE FINANCIERE NETTE AJUSTEE		(4 124)
TOTAL ACTIF NET REEVALUE		7 856
Décote de Holding		70%
VALEUR DE MARCHÉ DE 100% DES TITRES		5 499
Dette sur conversion des actions P		(116)
VALEUR DE MARCHÉ DES ACTIONS "A", "B" ET "P"		5 383

2.3.1 Actifs cotés

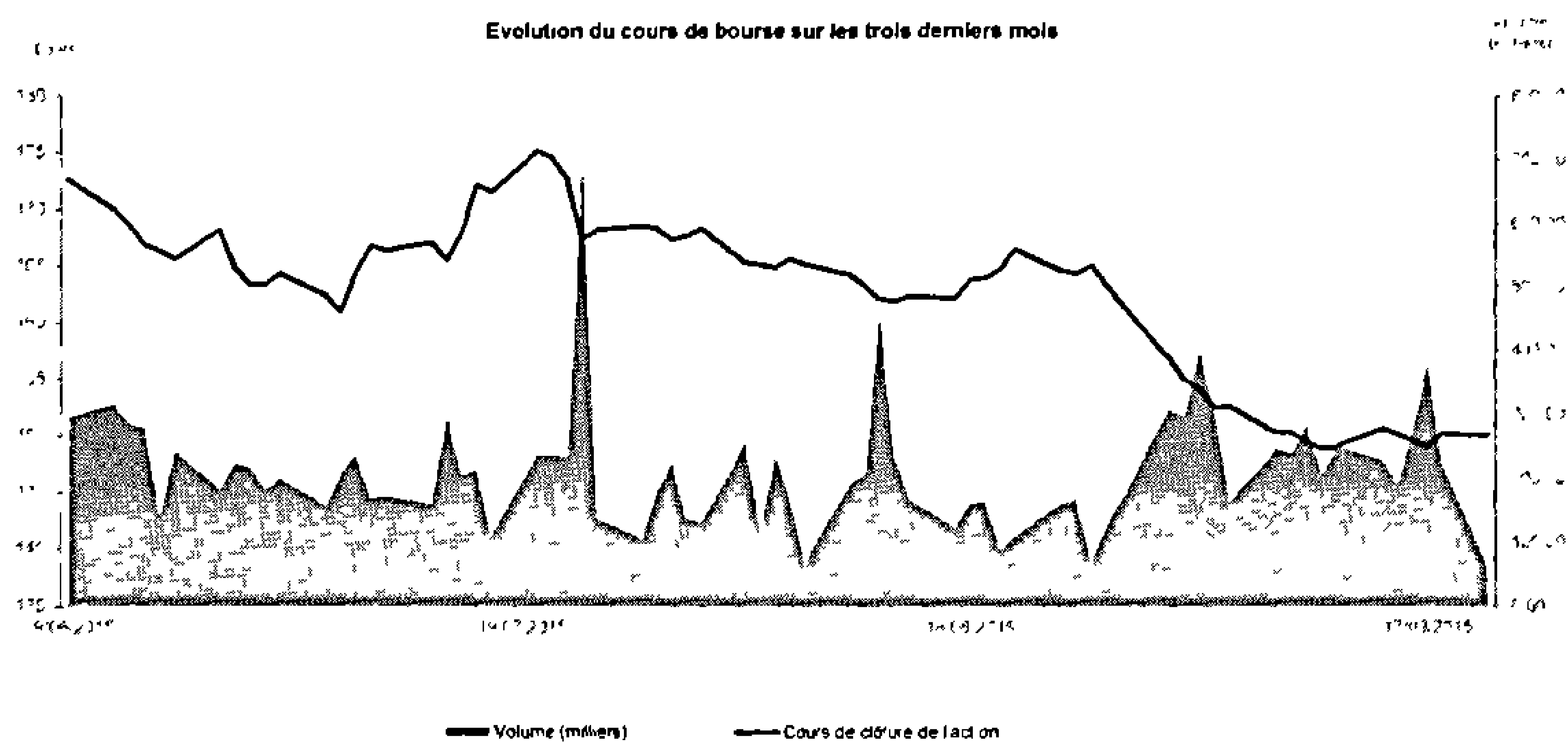
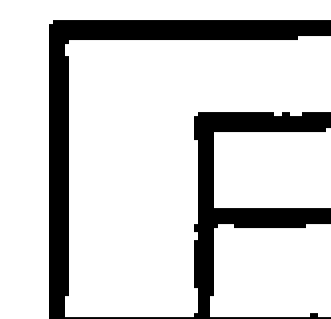
Les actifs cotés du groupe (KERING, FNAC, Pro Global Insurance Company plc) ont été réévalués sur la base de leur cours bourse à la veille de la signature du traité d'apport, soit au 21 septembre 2015.

KERING

La société est cotée sur le compartiment A d'Euronext (ISIN : FR0000121485) et appartient à l'indice CAC 40.

Au 21 septembre 2015, FINANCIERE PINAULT SCA détient, par l'intermédiaire de ses filiales ARTEMIS et MISARTE, 53 099 770 titres représentant 42% du capital de la société.

L'évolution du cours de bourse de la société au cours des 3 derniers mois à compter du 21 septembre 2015 se présente comme suit :



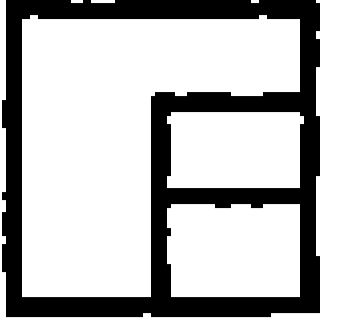
Sur la base du cours de bourse au 21 septembre 2015, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Kering SA - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (21/09/2015)	152,45	742	742	113 115	113 115	0,59 %	0,59 %	1,02 %	1,02 %
CMPV 1 mois	149,76	493	11 346	73 877	1 699 177	0,39 %	9,0 %	0,68 %	16 %
CMPV 3 mois	159,66	412	27 222	65 851	4 348 181	0,33 %	22 %	0,57 %	37 %
CMPV 6 mois	164,33	395	50 998	64 963	8 380 200	0,31 %	40 %	0,54 %	70 %
CMPV 12 mois	164,91	320	81 521	52 719	13 443 256	0,25 %	65 %	0,44 %	112 %
CMPV 24 mois	161,28	269	137 109	43 359	22 113 022	0,21 %	109 %	0,37 %	189 %

Il en ressort que sur les 12 derniers mois le volume d'actions KERING échangées est de 81,5 millions d'actions (soit en moyenne 320 milliers d'actions ou 52 719 K€ échangés par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 112%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 137,1 millions (soit en moyenne 269 milliers d'actions ou 43,3 K€ échangés par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 189%.



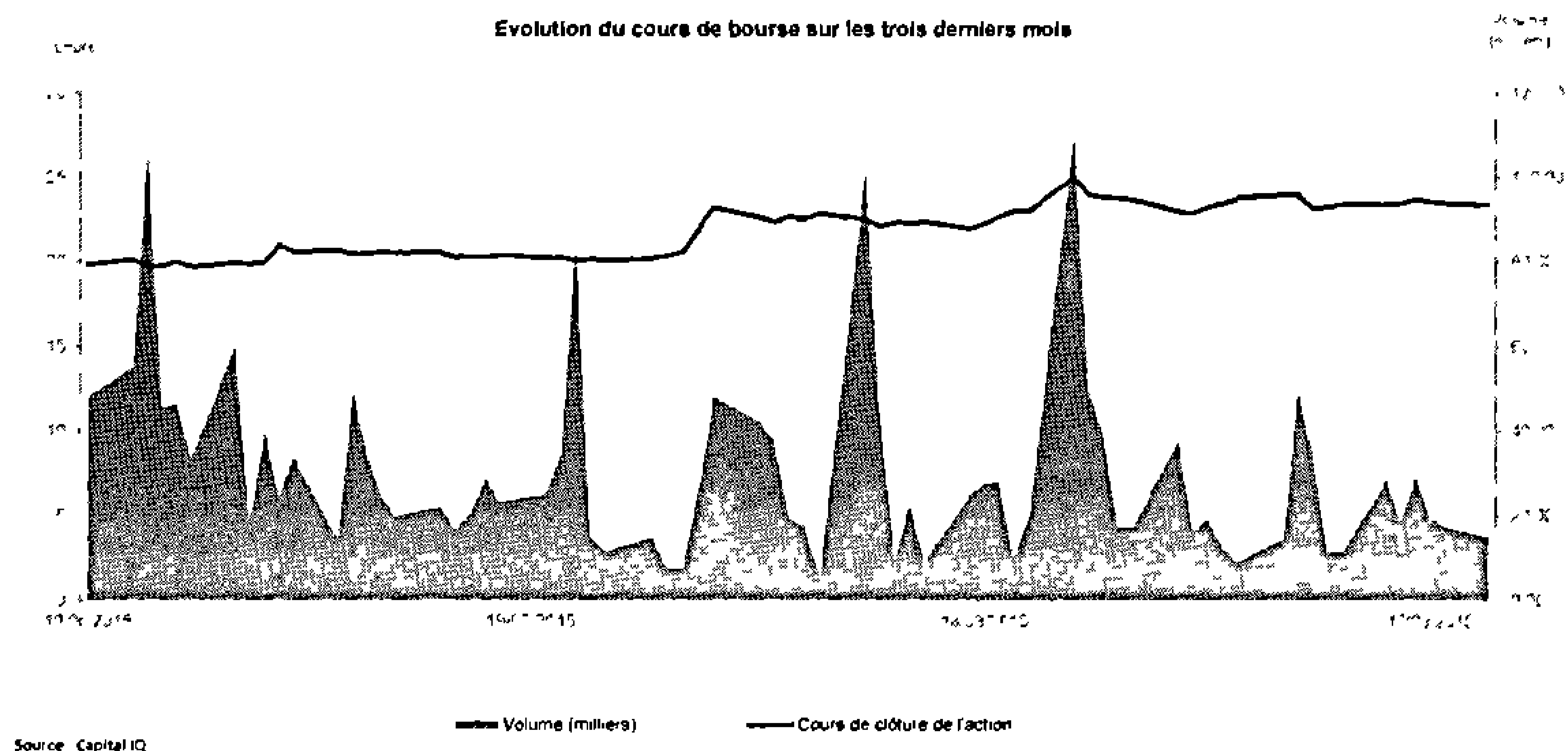
Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est une référence pertinente.

FNAC

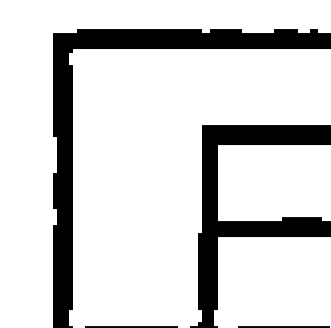
Le Groupe FNAC est coté sur le compartiment B d'Euronext, sous le code ISIN : FR0011476928.

Au 21 septembre 2015, FINANCIERE PINAULT SCA détient, par l'intermédiaire de sa filiale ARTEMIS, 6 451 845 titres représentant 38,9% du capital de la société.

Le cours de bourse de la société a évolué comme suit au cours des 3 derniers mois à compter du 21 septembre 2015:



Sur la base du cours de bourse au 21 septembre 2015, les cours moyens pondérés par les volumes, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :



Groupe Fnac Société Anonyme - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (21/09/2015)	50,65	28	28	1 441	1 441	0,17 %	0,17 %	0,28 %	0,28 %
CMPV 1 mois	49,50	19	435	938	21 519	0,11 %	2,6 %	0,18 %	4,3 %
CMPV 3 mois	52,89	18	1 221	978	64 568	0,11 %	7,3 %	0,18 %	11,9 %
CMPV 6 mois	54,85	18	2 338	994	128 219	0,11 %	14,0 %	0,18 %	22,9 %
CMPV 12 mois	45,94	22	5 702	1 027	261 953	0,13 %	34,2 %	0,22 %	55,9 %
CMPV 24 mois	35,44	28	14 390	1 000	510 011	0,17 %	86,3 %	0,28 %	141,5 %

Il en ressort que sur les 12 derniers mois le volume d'actions Groupe FNAC échangées est de 5,7 millions d'actions (soit en moyenne 22 milliers d'actions ou 1 027 K€ échangés par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 55,9%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 14,3 millions (soit en moyenne 28 milliers d'actions ou 1 000 K€ échangés par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 141,5%.

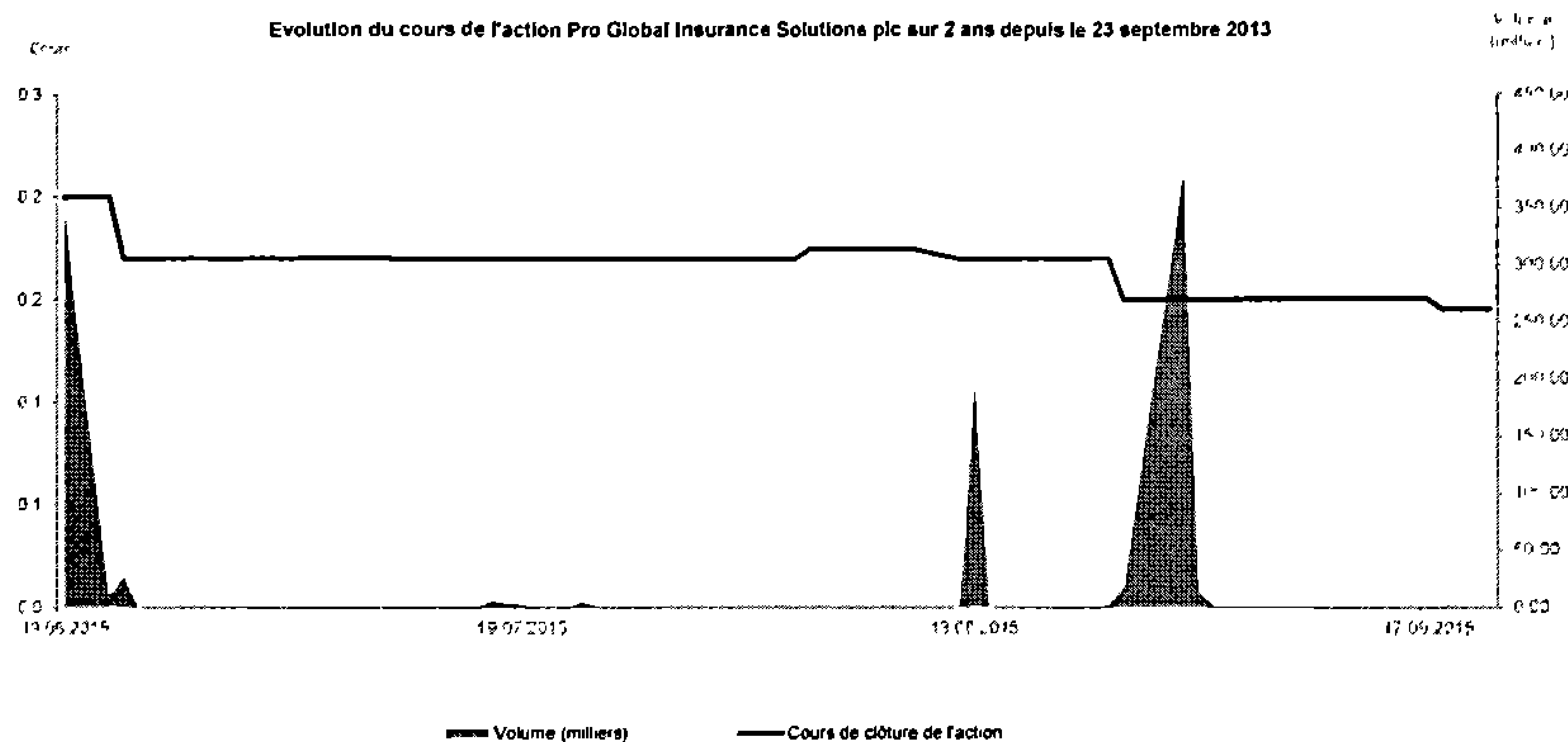
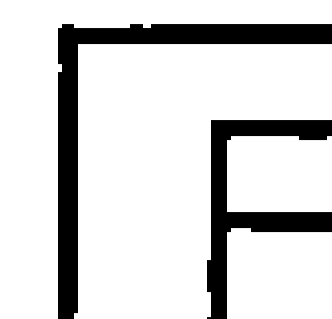
Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est une référence pertinente.

PRO GLOBAL INSURANCE SOLUTIONS PLC (ex TAWA plc)

PRO GLOBAL INSURANCE SOLUTIONS PLC est une société cotée sur le London Stock Exchange, sous le code ISIN : GB00BIZ5KB73.

Au 21 septembre 2015, FINANCIERE PINAULT SCA détient directement 74 951 231 titres représentant 66,22% du capital de la société.

L'évolution du cours de bourse de la société au cours des 3 derniers mois à compter du 21 septembre 2015 se présente comme suit :



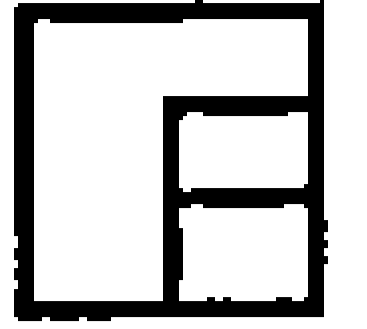
Sur la base du cours de bourse au 21 septembre 2015, les cours moyens pondérés par les volumes, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Pro Global Insurance Solutions plc - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (21/09/2015)	0.06	284	284	17	17	0,25 %	0,25 %	2,06 %	2,06 %
CMPV 1 mois	0.06	35	778	2	44	0,03 %	0,7 %	0,26 %	6 %
CMPV 3 mois	0.05	67	4 371	3	211	0,06 %	4 %	0,49 %	32 %
CMPV 6 mois	0.05	59	7 433	3	353	0,05 %	7 %	0,43 %	54 %
CMPV 12 mois	0.05	33	8 468	2	457	0,03 %	8 %	0,24 %	62 %
CMPV 24 mois	0.10	25	12 871	2	1 224	0,02 %	11 %	0,19 %	94 %

Il en ressort que sur les 12 derniers mois le volume d'actions PRO GLOBAL INSURANCE SOLUTIONS PLC échangées est de 8,5 millions d'actions (soit en moyenne 33 milliers d'actions ou 2 K€ échangés par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 62%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 12,8 millions (soit en moyenne 25 milliers d'actions ou 2 K€ échangés par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 94%.



La liquidité du titre apparaît moins importante que celle du titre KERING ou GROUPE FNAC, notamment en raison d'un capital flottant très faible (12,20%) limitant ainsi le nombre de titres susceptibles d'être échangés. Nous considérons toutefois que la liquidité du titre est suffisante pour retenir le cours de bourse comme référence pertinente.

Nous avons validé la correcte mise en œuvre de cette méthode en utilisant nos propres bases de données financières. Les valorisations retenues pour la valeur des apports de ces actifs n'appellent pas d'autres commentaires de notre part.

2.3.2 Actifs non cotés évalués à la valeur réelle

Les actifs non cotés du groupe sur lesquelles des plus-values latentes significatives ont été identifiées ont été réévalués à leur valeur réelle.

CHRISTIE'S

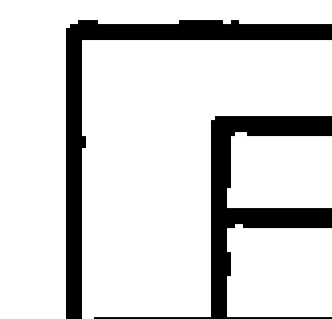
La valeur réelle de la société CHRISTIE'S détenue à 100%, a été déterminée sur la base de la moyenne entre la valeur des fonds propres issue de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et celle obtenue par l'application des multiples de comparables boursiers (une seule société comparable retenue, SOTHEBY'S).

Les critères mis en œuvre pour la valorisation de cet actif non coté nous semblent appropriés. Nous avons revu les travaux effectués par la banque ROTHSCHILD et validé la correcte mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation. Nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause la valeur réelle retenue.

CHATEAU LATOUR

La valeur réelle de CHATEAU LATOUR, actif détenu à hauteur de 94,2%, a été déterminée sur la base de multiples de transactions comparables et d'acquisitions récentes de parcelles adjacentes réalisées par CHATEAU LATOUR.

Nous n'avons pas de remarque sur la mise en œuvre de ce critère qui nous semble appropriée.



ŒUVRES D'ART

La collection d'œuvre d'arts détenue par la société PINAULT COLLECTION, filiale à 100% de FINANCIERE PINAULT SCA, a fait l'objet de 2 estimations par des experts du secteur (CHRISTIE'S et BLONDEAU & CIE) au 31 décembre 2013.

La valeur retenue correspond à la moyenne de ces 2 estimations, complétée des entrées et sorties de périmètre intervenues depuis cette date et retenues pour leur valeur d'acquisition ou de cession.

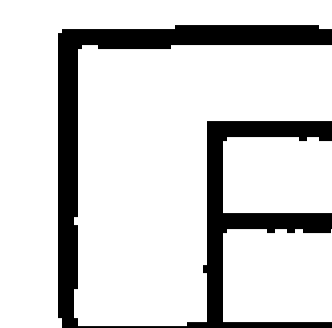
Les 2 estimations réalisées au 31 décembre 2013 étant libellées en USD, la société a appliqué un taux de conversion €/USD de 1,3791, correspondant au cours de référence communiqué par la Banque de France au 31 décembre 2013.

L'évolution du taux de change entre le 31 décembre 2013 (1,3791 €/USD) et le 21 septembre 2015 (1,1250 €/USD), date à laquelle les actifs ont été réévalués, a un impact significatif sur la valeur de la collection. Cela étant, cette évolution du cours €/USD ne remet pas en cause la valeur retenue par les parties dans la mesure où les estimations communiquées par les experts sont basées sur une approche œuvre par œuvre de la collection (estimation unitaire des œuvres d'art) et non sur une approche de valorisation de la collection dans son ensemble, qui serait retenue en cas de cession de celle-ci. La valeur de marché de la collection dans son ensemble conduirait à une valorisation inférieure à celle résultant de l'approche retenue par les experts du fait de l'application d'une décote. Cependant, l'impact de cette décote serait plus que compensé par l'effet de taux de change qu'il conviendrait de retenir pour l'évaluation à la date de l'opération (cf. supra).

La valeur réelle de la collection d'œuvres d'art retenue dans le cadre de l'apport n'appelle pas d'autres commentaires de notre part.

2.3.3 Autres actifs non cotés retenus pour leur valeur nette comptable ou pour leur prix d'acquisition

Les actifs non cotés sur lesquelles aucune plus-value latente significative n'a été identifiée ou ayant une valeur non significative au regard des agrégats du groupe ont été retenus soit pour leur valeur nette comptable au



31 mars 2014, soit pour leur prix d'acquisition (pour les acquisitions réalisées en 2014 et 2015).

Dans la mesure où (i) la valeur nette comptable des actifs détenus à la date de réalisation de l'apport n'est pas significativement différente de leur valeur réelle et où (ii) le prix d'acquisition des actifs acquis en 2014 et 2015 apparaît comme un indicateur fiable de leur valeur de marché, les valeurs retenues nous semblent pertinentes.

2.3.4 Dette financière nette

La dette financière nette retenue pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (- 4 013 M€) correspond à la dette bancaire ou obligataire présente au niveau des sociétés holdings du groupe, de laquelle est déduite la trésorerie disponible au niveau de ces mêmes holdings.

Les éléments de dette et de trésorerie présents au niveau des sociétés opérationnelles du groupe ont été exclus de ce calcul dans la mesure où ils sont appréhendés au travers de l'évaluation des différents actifs à leur valeur réelle (la dette nette pour les actifs évalués à la valeur nette comptable apparaît comme non significative).

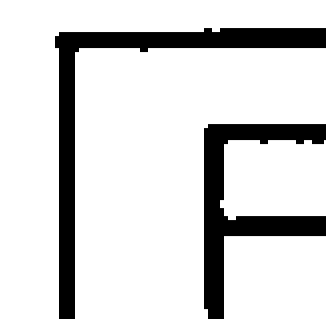
Il est également tenu compte dans l'estimation de la dette financière nette des provisions pour risques et charges des sociétés holdings du groupe afin d'intégrer dans le calcul les montants de trésorerie dont la probabilité de décaissement est élevée.

Notre revue du calcul de la dette financière nette n'appelle pas de commentaire particulier.

2.3.5 Décote de holding

Les parties retiennent une décote de holding de 30% sur la base de leur analyse des multiples d'actif net réévalué (ANR) de sociétés holding comparables.

Nous avons mené nos propres analyses afin de corroborer le niveau de décote retenue. Nos travaux ont consisté à déterminer le multiple d'actif net



réévalué sur la base du cours de bourse spot au 31 décembre 2014 et de la moyenne un mois du cours de bourse à cette même date¹.

Notre échantillon, qui intègre des holdings diversifiées cotées en France, fait ressortir un niveau de décote comparable à celui retenu par les parties (entre 28% et 28,5%).

Financière Pinault - Etude de décote sociétés holding comparables

Au 31/12/2014	Nature du Holding	ANR par action	Cours spot au 31/12/2014	Cours moyenne 1 mois au 31/12/2014	Décôte de holding sur la base du cours spot au 31/12/2014	Décôte de holding sur la base de la moyenne 1 mois au 31/12/2014
Eurazeo	Société d'investissement	69 2	55 44	56 1	-19 9%	-18 9%
Turenne Investissement	Société d'investissement	8 29	4 75	4 6	-42 7%	-44 2%
Altamir Amboise	Société d'investissement	16 49	10 32	10 1	-37 4%	-38 5%
Siparex croissance	Société d'investissement	30 64	25 5	25 7	-16 8%	-16 2%
Groupe IDI	Société d'investissement	32 68	23 8	24 5	-27 2%	-25 0%
Salvepar	Société d'investissement	53 3	42 97	42 8	-19 4%	-20 1%
Wendel	Société d'investissement	123 2	92 94	93 8	-24 6%	-23 9%
Lebon	Conglomérat	251 1	117 73	115 8	-53 1%	-53 9%
Rallye	Société d'investissement	34 8	29 1	29 8	-15 9%	-13 8%
Investor AB (SEK)	Société d'investissement	367	281 3	256 3	-23 4%	-30 2%
Moyenne					-28 0%	-28 5%

Par ailleurs, le taux de 30% correspond au niveau de décote généralement admis par l'administration fiscale.

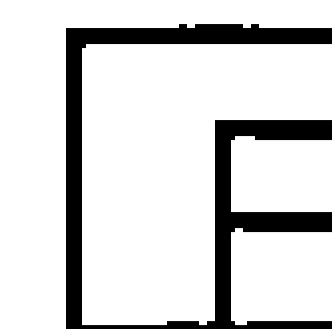
En conséquence, le niveau de décote de holding retenu pour évaluer la valeur des titres apportés n'appelle pas d'autres commentaires de notre part.

2.3.6 Dette sur conversion des actions P

Comme indiqué au §1.2.2, les détenteurs d'actions P ont la possibilité de se faire racheter leurs actions par la société sous certaines conditions décrites à l'article 15-5 du projet de statuts modifiés de FINANCIERE PINAULT SCA.

La dette sur conversion des actions P correspond au montant attendu de ces rachats par la société.

¹ Nous retenons le cours spot au 31 décembre 2014 et la moyenne un mois du cours de bourse à cette même date afin d'assurer la cohérence avec le montant de l'actif net réévalué communiqué dans les documents de références des sociétés holdings comparables au 31 décembre 2014.



2.4 Commentaires sur les valeurs individuelles de l'apport

La valeur individuelle par titre apporté en pleine propriété des actions de catégories A, B et P' s'élève à 1.960.957 euros.

Les droits financiers particuliers attachés aux actions de catégorie A (cf. §1.2.2 et projet de statuts modifiés de FINANCIERE PINAULT SCA) au détriment des actions de catégories B et P' ne sont pas de nature à remettre en cause les valeurs individuelles de l'apport, étant précisé que ces droits privilégiés sont à caractère viager.

A compter de l'extinction de ces droits, les droits financiers attachés aux actions de catégories A, B et P' seront identiques, sous réserve que le dividende annuel versé aux actionnaires de FINANCIERE PINAULT SCA soit au moins égal à 20,2 M€, ce qui a été le cas au cours des 5 derniers exercices.

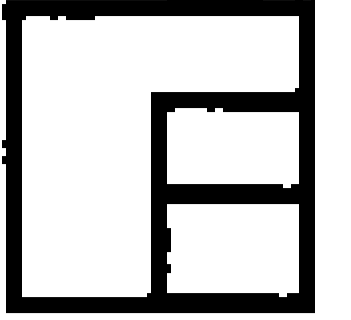
Par ailleurs, la valeur en nue-propriété des actions de catégorie A, évaluée à 70% de leur valeur en pleine propriété, nous paraît conforme au barème de l'administration fiscale.

Au terme de nos travaux, nous n'avons pas d'autres remarques sur les valeurs individuelles proposées qui seraient susceptibles de remettre en cause la valeur globale des apports.

2.5 Appréciation de la valeur globale de l'apport

Dès lors qu'il s'agit de valoriser 100% des titres de la société FINANCIERE PINAULT SCA dans le cadre d'une réorganisation patrimoniale, les critères d'évaluations retenus pour la valorisation des différents actifs nous paraissent appropriés.

En complément des travaux d'évaluation effectués par la banque ROTHSCHILD, nous avons menés nos propres analyses afin de corroborer la valeur retenue. Ces derniers ne font pas apparaître d'écart significatif avec la valeur globale de l'apport retenue par les parties.



Ainsi, à l'issue de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause à ce jour la valeur globale de l'apport proposé, soit 1.139.512.000 euros.

3. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport retenue s'élevant à 1.139.512.000 euros, n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur réelle des titres apportés est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 1^{er} octobre 2015

Olivier PERONNET
Commissaires aux comptes
Membres de la Compagnie Régionale de Paris