



1204977103

|                   |                                    |
|-------------------|------------------------------------|
| DATE DEPOT :      | 2012-05-31                         |
| NUMERO DE DEPOT : | 2012R049690                        |
| N° GESTION :      | 2009B06969                         |
| N° SIREN :        | 511709677                          |
| DENOMINATION :    | ADENES                             |
| ADRESSE :         | 03 rue de Stockholm 75006 Paris    |
| DATE D'ACTE :     | 2012/03/23                         |
| TYPE D'ACTE :     | RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS |
| NATURE D'ACTE :   | APPORT EN NATURE                   |

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS  
SUR LA VALEUR DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES**

**PAR**

**LA SOCIETE A.S.E. HOLDING**

**SARL au capital de 7 622 €**

**8 rue Wulfram Puget - 13008 MARSEILLE**

**RCS : MARSEILLE 380 966 085**

**A**

**A D E N E S**

**SAS au capital de 916 290 €**

**3, rue de Stockholm**

**75009 PARIS**

**RCS : PARIS 511 709 677**

---

**Bertrand MIQUEL**

*H.E.C*

*Expert-Comptable*

*Commissaire aux Comptes*

*Expert Honoraire près la Cour d'Appel de Paris*

*Expert près les cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles*

*47 rue de Courcelles - 75008 PARIS*

---

Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée en date du 5 janvier 2012 par Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L.223-9 du Code de commerce.

La valeur des apports a été arrêtée dans le projet de contrat d'apport en nature de droits sociaux signé par le représentant de la société apporteuse et le représentant de la société bénéficiaire. 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 les normes de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à cette mission : ces normes requièrent 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 au nominal des parts sociales à émettre par la société bénéficiaire.

Nous avons l'honneur de vous présenter mon rapport sur la valeur des apports selon le plan suivant :

## **1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS**

- 1.1 Désignation de la société apporteuse et de la société bénéficiaire
- 1.2 Opération envisagée
- 1.3 Description et évaluation des apports
- 1.4 Rémunération des apports

## **2. DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS**

## **3. CONCLUSION**

## **1 - PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS**

### **1.1 Désignation de la société apporteuse et de la société bénéficiaire**

La société apporteuse est :

**La Société A.S.E HOLDING**

SARL au capital de 7622 €, dont le siège social est à MARSEILLE (13008) 8 rue Wulfram Puget, immatriculée au RCS de Marseille sous le numéro 380 966 085. La société est représentée par les cogérants Raphaël XIXONS et Daniel FANLO.

La société bénéficiaire des apports est :

**ADENES**

SAS au capital de 916 290 €, dont le siège social est à PARIS (75009), 3 rue de Stockholm, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 511 709 677. ADENES est représentée Monsieur Michel STAGNARA, Président de la société spécialement habilité aux fins des présentes par le Comité Directeur en date du 13 février 2012.

### **1.2 Opération envisagée**

A.S.E. HOLDING détient 338 actions d'ELEX SUD EST.

ELEX SUD EST est une SAS au capital de 256 960 € dont le siège social est 8 rue Wulfram Puget à Marseille (13008) immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 342 294 956. Le capital d'ELEX SUD EST divisé en 3520 actions de 73 € de nominal. A.S.E. HOLDING détient donc 9,60% du capital d'ELEX SUD EST dont l'activité consiste en l'exploitation de cabinet d'expertise en assurance.

L'opération envisagée consiste en l'apport de 211 actions ELEX SUD EST par A.S.E. HOLDING, soit environ 6% du capital à ADENES, société bénéficiaire des apports.

### **1.3 Description et évaluation des apports**

#### **a) Apport de titres de la société ELEX SUD EST**

A.S.E. HOLDING apporte 211 actions de la société ELEX SUD EST sur les 338 actions qu'elle détient à ADENES.

#### **b) Origine de propriété :**

Les 338 actions ELEX SUD EST détenues par A.S.E. HOLDING sont liées à une opération d'apport partiel d'actif réalisée le 28 septembre 2007.

A cette date, A.S.E. HOLDING a apporté son activité d'expert en assurance à ELEX SUD EST (anciennement Société d'Expertise Particulier et Industrie – SEPI) par voie d'apport partiel d'actif de son fonds libéral d'expertise en assurance pour une valeur de 257 176 € arrondi à 257 230 €. En contrepartie de l'apport de son fonds libéral d'expert en assurance, ELEX SUD EST a procédé à la création de 338 actions nouvelles de 73 € de nominal attribuées à A.S.E. HOLDING. Cette opération d'apport était assortie d'une prime d'émission de 232 556 €.

c) Description de la composition du capital d'ELEX SUD EST

ELEX SUD EST exerce l'activité d'expert en assurance sur l'ensemble de la zone sud est de la France. La structure du capital d'ELEX SUD EST est le résultat d'opérations successives d'apport intervenues depuis la création de la société en 1987 dont le résumé est le suivant :

| date       | nature opération                                                                                                              | nb actions | nominal | variation du capital | montant du capital | prime émission apportée |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|---------|----------------------|--------------------|-------------------------|
| 01/07/1987 | création (capital en FRF)                                                                                                     |            |         | 51 000,00            |                    |                         |
| 30/05/2001 | conversion en euros                                                                                                           | 510        | 15,24   | 7 774,90             | 7 774,90           |                         |
| 11/12/2006 | augmentation par incorporation de réserves<br>augmentation du nominal de 15,24 € à 73 €                                       | 510        | 73,00   | 29 455,10            | 37 230,00          |                         |
| 30/09/2007 | Fusion apport partiel d'actif<br>Emission de 1033 actions nouvelles<br>apport EMMA (695 actions) et ASE HOLDING (338 actions) | 1543       | 73,00   | 75 409,00            | 112 639,00         | 710 740,00              |
| 26/06/2009 | Fusion apport partiel d'actif<br>Emission de 1310 actions nouvelles<br>BCE RIVIERE<br>AVX<br>CGE                              | 2853       | 73,00   | 95 630,00            | 208 269,00         | 1 367 961,00            |
| 06/09/2011 | Fusion apport partiel d'actif<br>Emission de 667 actions nouvelles<br>Fusion avec la société INGEXCO (cabinet de Nice)        | 3520       | 73,00   | 48 691,00            | 256 960,00         | 1 325 280,00            |
|            | SOMME                                                                                                                         | 3520       | 73,00   | 256 960,00           | 256 960,00         | 3 403 981,00            |

Compte tenu de ces opérations successives, le capital d'ELEX SUD EST au 31 décembre 2011 est réparti de la façon suivante :

| Actionnaires | 31/12/2011 | %       | +   | -   | post apport | %       |
|--------------|------------|---------|-----|-----|-------------|---------|
| EMMA         | 695        | 19,74%  |     |     | 695         | 19,74%  |
| XERIS SUD    | 510        | 14,49%  |     |     | 510         | 14,49%  |
| ASE Holding  | 338        | 9,60%   |     | 211 | 127         | 3,61%   |
| BCE Riviere  | 399        | 11,34%  |     |     | 399         | 11,34%  |
| AVX          | 629        | 17,87%  |     |     | 629         | 17,87%  |
| CGE          | 282        | 8,01%   |     |     | 282         | 8,01%   |
| INGEXCO      | 667        | 18,95%  |     |     | 667         | 18,95%  |
| ADENES       | 0          | 0,00%   | 211 |     | 211         | 5,99%   |
| SOMME        | 3520       | 100,00% | 211 | 211 | 3520        | 100,00% |

#### **d) Evaluation**

L'évaluation de l'apport fait par A.S.E. HOLDING à ADENES repose sur une évaluation d'ELEX SUD EST réalisée sur la base des comptes de l'exercice de douze mois clos le 30 septembre 2011 a été déterminée par la somme des éléments suivants :

- situation nette comptable diminuée des actifs incorporels inscrits à l'actif de son bilan au 30 septembre 2011, soit 2 503 775 €.
- quatre fois le résultat net avant impôt sur les sociétés. Il a été pris en compte le résultat de la société INGEXCO reconstitué de 482 911 euros entre le premier octobre 2010 et le 31 mai 2011, cette société ayant été apportée à ELEX SUD en date du premier juin 2011, de cette façon le résultat de cette société a été pris sur la période d'un an. Il a été pris en compte également une prime octroyée aux associés à la clôture du 30 septembre 2011 soit 500 000 € qui a impacté de façon exceptionnelle le résultat de l'exercice. Le bénéfice ainsi reconstitué de 2 000 597 € est multiplié par quatre soit 8 002 387 €.
- 15% du chiffre d'affaires d'ELEX SUD EST auquel est ajouté le chiffre d'affaires INGEXCO réalisé entre le 1<sup>er</sup> octobre 2010 et le 31 mai 2011 soit un montant de chiffre d'affaires annuel de 13 330 679 € soit pour 15%, 1 974 207 €

La mise en œuvre de la formule décrite ci-dessus abouti à une valorisation d'ELEX SUD EST, INGEXCO inclus, de 12 480 369 €. Après neutralisation des prélèvements de dividendes (600 000€), la formule aboutit à une valorisation coupon détaché d'ELEX SUD EST 11 880 369 €.

En application de cette formule de valorisation, l'apport de A.S.E. HOLDING à ADENES de 211 actions ELEX SUD EST sur les 3 520 existantes ressort à 712 147 €.

#### **1.4 Rémunération des apports**

Compte tenu des apports précités soit 211 actions ELEX SUD EST, ADENES procédera à l'émission de 186 426 actions nouvelles d'un euro de nominal. Cette émission d'action sera assortie d'une prime d'émission de 2,82 € par action nouvelle soit 525 721 €.

A.S.E. HOLDING deviendra donc titulaire de 186 426 actions de catégorie PPE (Professionnels Particuliers Entreprises) ADENES représentant une valeur de 712 147 € soit 3,82 € par action.

S'agissant des avantages particuliers attachés aux actions PPE, on note que l'article 7 des statuts d'ADENES stipule l'existence de trois catégories d'actions attribuées aux associés en fonction de leur activité dominante.

- 1<sup>ère</sup> catégorie : Actions RIGCI (Risques Industriels Grands Comptes et International)
- 2<sup>ème</sup> catégorie : Actions PPE (Professionnels Particuliers Entreprises)
- 3<sup>ème</sup> catégorie : Actions RICCI (Responsabilité Civile, Construction, International)

Les actions des différentes catégories sont dotées des mêmes droits sauf disposition différentes des statuts. En l'occurrence, la seule différenciation identifiée au sein des statuts d'ADENES concerne le niveau de représentation des différentes catégories d'actions pour la constitution du Comité Directeur. Conformément à l'article 18 alinéa 1 des statuts d'ADENES, il est précisé que le Comité Directeur comprend sept membres ayant le titre d'Administrateur. Parmi ces 7 membres, 3 membres sont titulaires d'actions PPE, 2 membres d'actions RCCI et 2 membres d'actions RIGCI.

## **2.1 Diligences effectuées**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimée)s nécessaires d'après les normes de la Compagnie Nationale des commissaires aux comptes pour vérifier la valeur attribuée aux apports. Mes diligences ont porté essentiellement sur une analyse d'ELEX SUD EST. J'ai notamment mis en œuvre les travaux suivants :

- Prise de connaissance générale
  - Entretien avec des dirigeants de la société.
  - Analyse et compréhension du modèle économique de la société
  - Environnement juridique de la société,
  - Examen de la couverture géographique de la société
- Analyse des comptes de l'exercice clos le 30 septembre 2011
  - Exploitation de la note de synthèse du commissaire aux comptes
  - Revue des comptes par cycle d'audit, notamment recherche de risques de dépendance significative vis-à-vis de tiers particulier (clients ou fournisseurs)
- Analyse des apports successifs depuis 2007 qui ont participé à la création d'ELEX SUD EST
  - Opérations de 2007 (Puech et Fanlo, CEM 13, SEPI)
  - Opérations de 2009 (AVX, CGE et BCE Rivièrè)
  - Opérations de 2011 (INGEXCO et retrait de Monsieur Marc Ruizand)
- Analyse de la convention d'apport envisagée et de la formule de valorisation.
- Réflexion sur l'évolution de l'activité de la société à défaut d'avoir pu bénéficier d'un budget prévisionnel.

## **2.2 Appréciation de la valeur des apports**

On rappellera que l'opération envisagée d'apport s'intègre dans un cadre plus global de constitution d'un réseau national d'expertise d'assurance dont ADENES assure l'animation. La constitution d'un tel réseau a pour objectif d'assurer une couverture nationale au profit des sociétés d'assurance avec un niveau de qualité identique tout en recherchant des synergies entre membres du réseau (mise en commun de ressources en personnel et informatiques). S'agissant d'ELEX SUD EST, on constate que l'ensemble des opérations de rapprochement mises en œuvre depuis 2007 ont participé d'un objectif comparable au niveau régional. De ce point de vue la couverture régionale réalisée au sein d'ELEX SUD EST rentre parfaitement dans les objectifs de couverture géographique nécessaire à la constitution d'un réseau national de premier plan. En effet, après l'intégration d'INGEXCO (Nice et St Raphaël), ELEX SUD EST comprend dix bureaux d'expertise sur l'ensemble de la zone sud est de Monaco à Béziers en passant par Gap et Nîmes.

Bien que modeste en volume, l'apport de 6% du capital d'ELEX SUD EST participe fortement à la consolidation du réseau national. Compte tenu de ces éléments, nous estimons qu'il est possible d'accepter une évaluation qui pourrait être considérée comme élevée dans un autre contexte avec des objectifs stratégiques différents.

Concernant la formule appliquée dans le cadre de la valorisation d'ELEX SUD EST, nous constatons que celle-ci est identique à celle qui été appliquée lors d'opérations précédentes conformément au protocole d'accord accepté entre l'ensemble des membres du réseau animé par ADENES.

L'application de la formule qui aboutit à une valorisation de 11 880 369 € après neutralisation des dividendes prévus de 600 000 € comprend deux retraitements essentiels lié à :

- l'intégration d'INGEXCO en cours d'année 2011 qui impacte la formule de calcul à hauteur de  $482\,911\text{€} \times 4 + 2\,487\,151 \times 0,15 = 2\,304\,717\text{€}$ . Par référence, la valeur d'INGEXCO dans le traité d'apport entre ELEX SUD EST et INGEXCO du 12 juillet 2011 était de 1 773 399 € au de titre l'actif et 399 428 € au titre du passif soit un actif net de 1 373 971 €. On constate donc que la formule de valorisation proposée dans le traité d'apport aboutit à une valeur relativement élevée;
- la neutralisation de la prime exceptionnelle de 500 000 € octroyée aux associés d'ELEX SUD EST qui impacte la formule de calcul à hauteur de  $500\,000\text{€} \times 4 = 2\,000\,000\text{€}$ .

Les autres retraitements sont jugés moins significatifs notamment en ce qui concerne les corrections liés à des événements climatiques exceptionnels ou les résultats dégagés du fait d'ADENES.



## Appréciation de la valeur des actions apportées

A notre connaissance, il n'y a pas de méthode spécifique reconnue pour valoriser une entreprise d'experts d'assurance. Quand bien même il y en aurait, ELEX SUD EST est d'une taille telle que cette opération qui couvre une région entière serait atypique comparée à des entreprises d'experts d'assurance dont le champ d'action est local.

Votre société est une société de service dont la valeur est composée sans doute de la valeur des biens matériels qui la compose mais surtout de la valeur des biens immatériels que sont son savoir faire, son corps d'expert, sa présence géographique, sa renommée locale et nationale ... Ces actifs incorporels sont difficiles à évaluer.

Comme nous l'avons constaté précédemment, la formule de valorisation appliquée bien qu'issue d'un accord entre les membres du réseau ADENES est assez inhabituelle et tient compte de nombreux paramètres et aboutit à des valorisations qui nous ont apparu assez élevées.

Nous avons voulu la confronter à au moins une autre méthode qui est reconnue de façon universelle, c'est celle de la capitalisation des résultats nets (après impôts). Cette méthode consiste à mesurer le nombre d'année de bénéfice nécessaire pour payer la valeur de la société. Ce ratio est facilement et classiquement comparable d'une société à l'autre.

Il convient dans un premier temps de mesurer le résultat après impôt sur les bénéfices, alors que la formule d'ADENES retient un résultat avant impôt sur les bénéfices, soit :

|                                         |                    |
|-----------------------------------------|--------------------|
| Résultat net ELEX SUD EST (30/09/2011)  | + 666 247€         |
| Prime exceptionnelle                    | + 500 000 €        |
| Impôt sur la prime (33,33%)             | - 166 666 €        |
| Résultat INGEXCO (01/10/10 au 31/05/11) | + 482 911 €        |
| Impôt sur INGEXCO (33,33%)              | <u>- 160 970 €</u> |
| Résultat après impôt                    | 1 321 522 €        |

Soit par rapport à une valorisation de 11 880 369 €, un multiple de valorisation d'environ de 9. Il faut neuf années de bénéfice pour rembourser le prix d'acquisition. Le calcul est fait sur une année, comme d'ailleurs pour la valorisation ADENES. Cela implique qu'on estime qu'il y faut s'attendre au moins à une stabilité des résultats dans l'avenir. Cela nous paraît parfaitement acceptable compte tenu des informations que nous avons recueillies.

Un taux de capitalisation de neuf, est plutôt bas pour une société cotée, même s'agissant d'une participation minoritaire. Pour une société non cotée comme ELEX SUD EST, s'appliquant à une participation minoritaire, c'est une évaluation plutôt élevée. Nous estimons, cependant, dans le contexte de l'opération envisagée que l'évaluation est raisonnable.

### 3 – CONCLUSION

L'estimation qui vous est proposée de 712 147 € pour 211 actions de la société ELEX SUD EST n'est pas surévaluée, dans le contexte de l'opération proposée. Nous constatons que l'intégration d'ELEX SUD EST vise à rattacher une zone géographique significative au sein du réseau dont ADENES assure l'animation. Cette opération est donc un élément essentiel en termes stratégiques pour assurer la consolidation et la pérennité d'un réseau national d'expertise d'assurance de premier plan. Ce caractère stratégique et la recherche de synergies commerciales et techniques entre les membres du réseau ainsi constitué justifie une valorisation qui pourrait être considéré comme élevée dans un autre cadre et avec des objectifs différents.

Par ailleurs, nous vous précisons que le seul avantage particulier lié à l'attribution de 186 246 actions de type PPE en rémunération de l'apport décrit ci-dessus concerne une représentation privilégiée des titulaires d'action PPE au sein du Comité Directeur d'ADENES.

Paris le 23 mars 2012

Bertrand MIQUEL

Commissaire aux apports