

ALAIN AUVRAY

EXPERT COMPTABLE
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ
PAR LA COUR DE CASSATION

5, AV^E FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96

e-mail : alain.auvray@ace-groupe.com

www.ace-groupe.com

FUSION-ABSORPTION DE LA SOCIETE ATTRACTIVE SPORT PAR LA SOCIETE SPOREVER

RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION SUR LA REMUNERATION DES APPORTS

ALAIN AUVRAY

EXPERT COMPTABLE
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ
PAR LA COUR DE CASSATION

**FUSION-ABSORPTION
DE LA SOCIETE ATTRACTIVE SPORT
PAR LA SOCIETE SPOREVER**

5, AV^E FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96

e-mail : alain.auvray@ace-groupe.com

www.ace-groupe.com

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

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui m'a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 08 juillet 2015, concernant la fusion par voie d'absorption de la société ATTRACTIVE SPORT par la société SPOREVER, j'ai établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce. Mon appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé le 3 août 2015 par les représentants des sociétés concernées. Il m'appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange.

À cet effet, j'ai effectué mes 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.

Ma mission sur l'appréciation de la parité et de la rémunération des apports prend fin avec la remise du présent rapport, il ne m'appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et ma conclusion présentées dans l'ordre 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. Conclusion.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1. Contexte de l'opération

Les motifs et buts de l'opération sont décrits dans le projet de traité de fusion dans les termes suivants :

« Cette fusion permettrait de regrouper des activités similaires au sein d'une même structure, ce qui rationaliserait l'organisation du groupe et créerait de la valeur grâce aux synergies possibles entre ces activités. Les activités seront rassemblées au sein de SPOREVER qui dispose d'une plus grande notoriété sur le secteur d'activité des Parties.

Pour les actionnaires d'ATTRACTIVE SPORT, cette fusion leur permettrait d'accéder au marché organisé Alternext d'Euronext Paris et favoriserait ainsi la liquidité de leurs titres sur le marché.

SPOREVER, après réalisation de la Fusion, aura en effet vocation à développer les activités du Groupe ; à ce titre, son statut de société cotée sur le compartiment Alternext d'Euronext Paris lui offrira des opportunités de croissance supplémentaire. »

1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1. Société SPOREVER – société absorbante

La société SPOREVER, société absorbante, est une société anonyme dont le siège social est situé 73 rue Henri Barbusse – 92110 Clichy, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 482 877 388.

Son capital social s'élève à ce jour à 5.496.260 €, divisé en 2.198.504 actions ayant une valeur nominale de 2,5 €, toutes de même catégorie et entièrement libérées. Les actions de SPOREVER sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010213215.

SPOREVER a pour objet :

- la prise de tous intérêts et participations, par tout moyen et sous quelque forme que ce soit, dans toutes sociétés françaises ou étrangères, commerciale, industrielle, ou financière, immobilière ou mobilière, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, d'apports, fusions, alliances, sociétés en participation ou groupement d'intérêt économique, ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations,
- La participation à la gestion et à l'administration de sociétés ou de fonds d'investissements dont l'objet est la prise de tous intérêts et participations, par tout moyen et sous quelque forme que ce soit, de toutes sociétés, affaires ou entreprises, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, d'apports, fusions, alliances, sociétés en participation ou groupement d'intérêt économique, ainsi que l'administration,

la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations et notamment la prestation dans le domaine de la presse,

- Le conseil et l'assistance aux sociétés ou fonds d'investissement susvisés ou à des tiers et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement de ces entreprises
- La fourniture de tous services financiers, comptables et administratifs ainsi que toutes études relatives à ces opérations aux sociétés détenues directement ou indirectement par la Société
- Et généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, de nature à favoriser son extension ou son développement.

1.2.2. Société ATTRACTIVE SPORT – société absorbée

La société ATTRACTIVE SPORT, société absorbée, est une société anonyme dont le siège social est situé 16, rue du Dôme – 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 801 169 145.

Son capital social s'élève à ce jour à 911.638 €, divisé en 1.823.276 actions ayant une valeur nominale de 0,5 euro, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

Les actions de la société ATTRACTIVE SPORT sont admises aux négociations sur le Marché Libre d'Euronext Paris, sous le numéro ISIN FR0012017689.

Aux termes des décisions du conseil d'administration du 14 novembre 2014, il a été procédé à l'attribution de 259.500 bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises (BSPCE) donnant chacun droit à une action de ATTRACTIVE SPORT au prix unitaire de 3,12 € se décomposant en 0,5 € de valeur nominale et 2,62 € de prime d'émission.

La société ATTRACTIVE SPORT a pour objet social :

- La prise d'intérêts et de participations dans toutes sociétés et entreprises françaises ou étrangères, quel qu'en soit l'objet, et sous quelque forme que ce soit, notamment par la souscription ou l'acquisition de toutes valeurs mobilières, parts sociales et autres droits sociaux et la gestion de ceux-ci,
- la gestion de son portefeuille de titres de participations,
- Toutes prestations de services et de conseils dans tous domaines intéressant l'entreprise, et notamment dans le domaine des médias,
- le placement de ses fonds disponibles et la gestion de valeurs mobilières,
- la création, l'acquisition, la location, la prise en location-gérance de tous fonds de commerce, la prise à bail, l'installation, l'exploitation de tous établissements, fonds de commerce se rapportant à l'une ou l'autre des activités spécifiées ci-dessus,

- la prise, l'acquisition, l'exploitation ou la cession de tous procédés, brevets et droits de propriété intellectuelle concernant ces activités,
- la participation, directe ou indirecte, de la Société dans toutes opérations financières, mobilières ou immobilières ou entreprises commerciales ou industrielles pouvant se rattacher à l'objet social ou à tout objet similaire ou connexe ;
- toutes opérations quelconques contribuant à la réalisation de cet objet.

1.2.3. Lien entre les sociétés concernées

La société ATTRACTIVE SPORT détient, à la date de signature du traité de fusion, 994.572 actions sur les 2.198.504 actions composant le capital social de la société SPOREVER, soit 45,3% du capital.

Par ailleurs, les sociétés ont des dirigeants communs, à savoir :

- M. Pascal CHEVALIER est Président Directeur Général des sociétés SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.
- M. Gautier NORMAND est Directeur Général Délégué des sociétés SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.

1.2.4. Opérations préalables à la fusion

Au plus tard à la Date de Réalisation de la fusion, l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de SPOREVER devra approuver une réduction de capital motivée par des pertes. Cette réduction de capital d'un montant de 3.737.456,80 € est effectuée par réduction du nominal de actions de 2,50 € à 0,80 €.

Le capital social est ainsi ramené de 5.496.260 € à 1.758.803,20 € par imputation sur les pertes inscrites en « report à nouveau ».

A la suite de cette réduction de capital, le capital social de SPOREVER sera alors composé de 2.198.504 actions de 0,80 € de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie, entièrement souscrites et intégralement libérées.

1.3. Description de l'opération

1.3.1. Méthode d'évaluation retenue

En application du règlement 2004-01 du 4 mai 2004 du Comité de la Réglementation Comptable relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées (abrogé et repris par le règlement ANC n°2014-03), s'agissant d'une fusion inversée entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actif et de passif sont apportés pour leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes de la société ATTRACTIVE SPORT arrêtés au 31 décembre 2014.

1.3.2. Description des apports

La société ATTRACTIVE SPORT fait apport à titre de fusion sous les garanties de droit, et sous réserve des conditions suspensives décrites ci-dessous, à la société SPOREVER de l'universalité de ses biens composant son actif à la date du 1er janvier 2015, à charge pour la société SPOREVER d'acquitter les dettes constituant à la même date du 1er janvier 2015 le passif de la société ATTRACTIVE SPORT.

A l'actif existant au 1^{er} janvier 2015, il convient d'ajouter le montant des augmentations de capital réalisées par ATTRACTIVE SPORT depuis cette date, à savoir un montant de 3.035.499 €.

Le montant de l'actif net apporté par la société ATTRACTIVE SPORT à la société SPOREVER s'élève ainsi à 3.199.276 €.

Il se décompose de la manière suivante :

Montant total de l'actif apporté au 31 décembre 2014	1.022.790 €
Augmentations de capital réalisées par ATTRACTIVE SPORT depuis le 1er janvier 2015	+ 3.035.500 €
Diminué du total du passif pris en charge au 31 décembre 2014	- 859.014 €
SOIT UN ACTIF NET APPORTÉ DE	3.199.276 €

Augmentations de capital Attractive Sport depuis le 1er janvier 2015				
Date	Opérations	Nbre d'actions	Prix d'émission	montant
12.01.2015	Augmentation de capital	160 519	6 €	963 114 €
11.05.2015	Augmentation de capital	41 666	6 €	249 996 €
26.06.2015	Augmentation de capital	319 965	6 €	1 919 790 €
	Total Augmentation de capital	522 150		3 132 900 €
	Frais d'augmentation de capital imputés sur la prime de fusion			97 400 €
	Augmentations de capital Attractive Sport depuis le 1er janvier 2015			3 035 500 €

1.4. Rémunération de l'actif net apporté

La parité de fusion a été déterminée par référence aux valorisations respectives d'ATTRACTIVE SPORT et de SPOREVER.

La parité d'échange a été arrêtée par les parties de la manière suivante : 1 action ATTRACTIVE SPORT pour 2,10 actions SPOREVER.

Ainsi les 1.823.276 actions ATTRACTIVE SPORT seront rémunérées par l'émission de 3.828.867 actions SPOREVER étant précisé que la société CPI a renoncé à la rémunération de 6 actions

ATTRACTIVE SPORT. Le montant de l'augmentation de capital s'élèvera à 3.063.093,60 € sur la base d'une valeur nominale (post réduction de capital) de 0,80 €.

Le capital de SPOREVER s'élèvera à l'issue de la fusion à 4.821.896,80 € se décomposant en 6.027.371 actions de 0,80 € de valeur nominale.

Opérations	Nbre d'actions	Valeur Nominale en €	Capital social en €
Capital social au 31.12.2014	2 198 504	2,50	5 496 260,00
Réduction capital motivée par des pertes		-1,7	
	2 198 504	0,80	1 758 803,20
Rémunération de l'apport	3 828 867	0,80	3 063 093,60
Total post fusion	6 027 371	0,80	4 821 896,80

ATTRACTIVE SPORT détient 994.572 actions SPOREVER. Ainsi SPOREVER deviendra, en cas de réalisation de la fusion, propriétaire de ses propres actions. Les parties n'envisagent pas d'annuler ces actions, la société ayant un délai de deux ans pour régulariser les actions excédentaires (à savoir au-dessus du seuil de 10% du capital et des droits de vote.)

Les actions nouvelles émises par SPOREVER en rémunération de l'apport-fusion d'ATTRACTIVE SPORT porteront jouissance à compter du 1^{er} janvier 2015 et seront assimilées aux actions existantes.

Les actionnaires d'ATTRACTIVE SPORT n'ayant pas droit à un nombre d'actions SPOREVER entier devront céder les actions formant rompus ou acquérir des droits en vue d'y parvenir.

Les BSPCE ATTRACTIVE SPORT seront repris par SPOREVER et leur exercice donnera droit à des actions SPOREVER dans une proportion identique à la parité d'échange à rémunérer.

La différence entre le montant de l'actif net apporté par ATTRACTIVE SPORT soit 3.199.276 € et le montant de l'augmentation de capital de SPOREVER, soit 3.063.093,60 € constituera la prime de fusion d'un montant de 136.182,40 €.

1.5. Aspects juridiques et fiscaux

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.5.1. Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté à l'article 17 du traité d'apport :

- la fusion est placée sous le régime de faveur prévu par les dispositions de l'article 210 A du Code général des impôts,
- conformément aux termes de l'article 816 du Code général des impôts, l'enregistrement de la fusion donnera lieu au paiement d'un droit fixe.

1.5.2. Date d'effet et date de réalisation de la fusion

Sur le plan comptable et fiscal, l'opération aura un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2015. La Fusion et la dissolution d'ATTRACTIVE SPORT qui en résultent ne seront réalisées qu'à compter de la date de réalisation de la dernière des conditions suspensives du traité de fusion entraînant la fusion et la dissolution d'ATTRACTIVE SPORT par SPOREVER.

1.5.3. Conditions suspensives

La fusion, l'augmentation de capital de SPOREVER et la dissolution d'ATTRACTIVE SPORT qui en résultent sont soumises aux conditions suspensives suivantes :

- (i) approbation de la réduction de capital de SPOREVER
- (ii) approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ATTRACTIVE SPORT du projet de fusion absorption d'ATTRACTIVE SPORT par SPOREVER, du traité de fusion correspondant et de la dissolution sans liquidation d'ATTRACTIVE SPORT
- (iii) approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SPOREVER du projet de fusion absorption d'ATTRACTIVE SPORT par SPOREVER, du traité de fusion correspondant, de l'augmentation de capital de SPOREVER en rémunération de la fusion d'ATTRACTIVE SPORT

Faute de réalisation des conditions suspensives ci-dessus, le 31 décembre 2015 au plus tard, le traité d'apport sera, sauf prorogation de ce délai d'un commun accord entre les parties, considéré comme caduc, sans qu'il y ait lieu à indemnité de part ou d'autre.

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 SPOREVER en rémunération des apports effectués par ATTRACTIVE SPORT, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action de chacune des deux sociétés.

Cette démarche a été mise en œuvre selon une approche multicritère d'évaluation des sociétés concernées, telle que décrite en Annexe 3 du traité de fusion.

La valorisation de chacune des deux sociétés a été réalisée en privilégiant quatre méthodes :

- la valorisation par référence aux multiples boursiers sur les sociétés cotées comparables ;
- la comparaison des valorisations obtenues par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la base des prévisions établies par chacune des sociétés,
- la prise en compte des opérations récentes réalisées sur le capital social de chacune des sociétés
- l'approche par les cours de bourse (pour la seule société SPOREVER) ;

Les parties ont écarté de leurs analyses les approches par l'actif net comptable et la méthode des transactions comparables dans le secteur.

La mise en œuvre des méthodes de valorisation mentionnées ci-dessus conduit à une parité de 2,70 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT, calculée sur la base du seul rapprochement des valeurs relatives de chacune des sociétés.

En complément de ces analyses sur la valeur, les conseils d'administration des deux sociétés ont décidé de retenir une décote forfaitaire de 20% appliquée à la valeur de l'action de la seule société ATTRACTIVE SPORT. Cette décote conduit à une parité de 2,10 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT.

2.2. Diligences accomplies

Ma mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. 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.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la rémunération des apports et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Dans ce cadre, j'ai notamment :

- pris connaissance des objectifs de l'opération ;
- eu des entretiens avec les dirigeants, les responsables des services chargés de l'opération et les conseils des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel sont positionnées les deux sociétés et leurs filiales ;
- examiné le traité de fusion et ses annexes signé en date du 3 août 2015 ;
- examiné les informations financières historiques des deux sociétés et vérifié que les opinions émises par les commissaires aux comptes correspondent à des avis sans réserve et permettent d'avoir l'assurance que les derniers états financiers ne contenaient pas d'anomalies significatives ;
- examiné les plans prévisionnels de SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT établis par le management respectif des deux groupes et discuté de la pertinence des hypothèses retenues, notamment afin de m'assurer du caractère homogène de ces hypothèses et des données structurantes pour les deux groupes ;
- pris connaissance des travaux de détermination des valeurs relatives retenues par les parties ;
- pris connaissance des travaux d'évaluation menés par l'évaluateur-conseil des sociétés ;
- apprécié la pertinence des approches retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives ou complémentaires de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- vérifié l'absence de faits ou d'événements intervenus entre le 30 juin 2015, date des derniers états financiers disponibles, et le jour de signature du présent rapport, susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives envisagées ;
- obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants pour chacune des sociétés concernées par l'opération qui m'ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission.

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, de ma part, les observations suivantes :

- les méthodes de valorisation retenues par les parties pour la détermination de la valeur réelle des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille et de leur structure financière ;
- dans le cadre de mon analyse j'ai souhaité étendre les critères afin de déterminer la sensibilité du rapport d'échange à des paramètres connexes.

Les évaluations complémentaires menées par mes soins, telles que détaillées ci-après § 2.3.1 à § 2.3.2, sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives des entités pour apprécier la parité proposée par les parties.

Dès lors, j'ai écarté les approches d'évaluation qui ne peuvent être mises en œuvre de façon homogène ou cohérente pour les sociétés SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.

Dans ce cadre, les approches suivantes ont été jugées inadaptées :

- l'actif net comptable SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT, fondé sur la quote-part de capitaux propres par action, n'intègre pas tous les éléments de valeur intrinsèque des entreprises et notamment la juste valeur des éléments incorporels ;
- la méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Cette méthode a été écartée dans la mesure où SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT n'ont pas distribué de dividendes depuis plusieurs exercices et ne prévoient pas de le faire dans les prochaines années ;
- Il n'a pas été fait référence à des cours cibles des analystes. En effet, je n'ai pas identifié de panels d'analystes suivant les valeurs des actions SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.

Enfin, la méthode des transactions comparables n'a pas été mise en œuvre à défaut d'identification d'informations disponibles pertinentes.

2.3.1. Paramètres retenus dans les différentes approches d'évaluation par le commissaire à la fusion

Le nombre d'actions et l'endettement net sont les paramètres communs aux différentes méthodes d'évaluation que j'ai mis en œuvre.

Le nombre d'actions composant le capital social de SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT retenu intègre, pour ATTRACTIVE SPORT, les actions qui ont été émises dans le cadre des augmentations de capital de 2015 et celles susceptibles d'être émises par la conversion des BSPCE

Nombre d'actions ATTRACTIVE SPORT			Nombre d'actions SPOREVER		
Date	Opérations	Nbre d'actions	Date	Opérations	Nbre d'actions
31.12.2014		1 301 126	31.12.2014		2 198 504
12.01.2015	Augmentation de capital	160 519			
11.05.2015	Augmentation de capital	41 666			
26.06.2015	Augmentation de capital	319 965			
		1 823 276			
	Nbre d'actions BSPCE restant	216 250			
Nombre d'actions retenu		2 039 526	Nombre d'actions retenu		2 198 504

J'ai estimé au 30 juin 2015 l'endettement net de SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT¹, à partir (i) des comptes consolidés de SPOREVER au 30 juin 2015 et (ii) des comptes combinés d'ATTRACTIVE SPORT à cette même date. L'endettement net intègre l'endettement financier, le décaissement des provisions et le règlement des dettes et des créances liées aux investissements².

Concernant ATTRACTIVE SPORT, l'endettement net a été majoré d'une dette financière complémentaire projetée attachée au rachat potentiel des minoritaires existant dans les filiales.

2.3.2. Approches d'évaluation privilégiées

Les méthodes d'évaluation privilégiées par moi-même et adaptées à l'activité des deux groupes l'ont également été par les parties.

Toutefois, les paramètres retenus par mes soins peuvent présenter des différences résultant notamment de la mise en œuvre de plusieurs hypothèses de projection des flux financiers arrêtés dans les plans prévisionnels³ au travers notamment de mes travaux d'appréciation de la sensibilité des parités.

En outre, j'ai effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le caractère équitable du rapport d'échange.

2.3.2.1. Valeur de transaction – Augmentation de capital

ATTRACTIVE SPORT a acquis le 4 mai 2015 auprès de Monsieur Patrick Chêne et de la société LECCIA, 994.572 actions de la société SPOREVER, représentant 45,3% du capital et des droits de vote de cette société.

Cette opération s'assimile à une transaction sur les actions de la société SPOREVER, dont il résulte une valeur de référence de 2,26 € par action.

¹ Y compris l'augmentation de capital décidée le 26 juin 2015 et intervenue en juillet 2015.

² Créances et dettes hors BFR et notamment la dette liée au rachat des 45,3% de SPOREVER au 30 juin 2015 pour un montant de 0,9 M€

³ Le plan prévisionnel de SPOREVER est celui du management établi sur une période de 3 ans

Durant la même période, la société ATTRACTIVE SPORT a procédé à des augmentations de capital significatives (cf. § 2.3.1) souscrites pour une part importante par de nouveaux actionnaires, et réalisées sur la base d'une valeur de l'action à 6 €.

Aucune prime de contrôle n'a été retraitée dans cette approche d'évaluation à la fois chez SPOREVER et chez ATTRACTIVE SPORT, celle-ci n'apparaissant pas justifiée dans le cadre des opérations ici analysées.

Selon cette approche la parité ressort à 2,64 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT.

2.3.2.2. Cours de bourse – valeur des transactions

J'ai examiné l'évolution des cours de bourse historiques des actions SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT sur différentes durées de cotation jusqu'au 31 juillet 2015 (spot, 1 mois, 3 mois, 6 mois).

Concernant l'action ATTRACTIVE SPORT, le nombre de transactions sur le marché depuis le 1^{er} janvier 2015 est quasi nul. J'ai donc estimé, dans ce contexte, que le cours de bourse de l'action ATTRACTIVE SPORT n'était pas représentatif et je lui ai substitué comme comparable dans les calculs la valeur par action issue des augmentations de capital du premier semestre 2015.

Concernant l'action SPOREVER, le nombre de transactions sur le marché depuis le 1^{er} janvier 2015 reste limité mais est toutefois suffisamment représentatif pour permettre une comparaison, en privilégiant la durée, le cours spot au 31 juillet 2015 étant établi sur trop peu de volume⁴

Selon cette approche la parité ressortant de l'ensemble de mes analyses incluant des cours moyens pour SPOREVER sur des périodes de 1 à 6 mois est comprise entre 2,62 et 3,02 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT.

2.3.2.3. Évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon la méthode par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, ci-après méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité et de son endettement net à la date de l'évaluation.

Dans le cadre de mes estimations, j'ai retenu le plan prévisionnel établi par le management des groupes SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT en m'assurant de la similitude des principes d'élaboration et de l'homogénéité des hypothèses retenues. Ma revue des plans prévisionnels a été réalisée par activité en considérant les réalisations des dernières années, les programmes de développement décidés à ce jour, les perspectives des marchés et les plans d'investissements importants liés au caractère capitalistique des activités des deux groupes.

⁴ Cours moyen 6 mois 2,27 € / Parité 2,64, Cours moyen 3 mois 2,29 € / Parité 2,62, Cours moyen 1 mois 1,99 € / Parité 3,02, Cours spot 31 juillet 2015 1,70 € / Parité 3,53.

J'ai extrapolé le plan prévisionnel de SPOREVER sur une durée de trois années (soit une durée totale de 6 ans) pour tenir compte du caractère cyclique de l'activité (les années paires bénéficiant directement des événements footballistiques coupes du monde et coupe d'Europe). L'approche sur 6 années permet de prendre en compte le même nombre d'années paires et impaires dans la réalisation des flux. Le plan prévisionnel de la société ATTRACTIVE SPORT a été construit d'une manière homogène sur la même durée.

Enfin, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif⁵ actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Les taux retenus pour actualiser les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base de paramètres de marché identiques pour les deux groupes à l'exception du *beta* de l'actif économique calculé par référence à des échantillons de sociétés comparables cotées qui ont été différenciés pour bien refléter le niveau de risque des deux activités⁶.

Selon cette approche, la parité qui ressort de l'ensemble de mes analyses de sensibilité est comprise entre 2,43 et 3,08 actions SPOREVER remises en rémunération d'une action ATTRACTIVE SPORT.

2.3.2.4. Méthode analogique par référence aux comparables boursiers

Une approche analogique par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables, a également été mise en œuvre.

La constitution de l'échantillon de sociétés comparables a été arrêtée en fonction des spécificités de SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.

J'ai retenu comme indicateur le chiffre d'affaires⁷ projeté aux 31 décembre 2015 et 2016, en considérant les coefficients médians de mes échantillons⁸. C'est en effet l'indicateur le plus homogène dans la mesure où il n'est pas affecté par des activités récentes qui ont pour conséquence de faire ressortir sur les premières années de développement des EBITDA négatifs.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit entre 2,06 et 2,38 actions SPOREVER émises en rémunération d'une action ATTRACTIVE SPORT⁹.

⁵ (en fonction de la croissance du marché attendue à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du besoin en fonds de roulement - BFR des deux groupes).

⁶ Taux d'actualisation SPOREVER = 1,1% (taux sans risque) + 2,20 (beta actif économique) * 5,3% (prime de risque marché actions), soit un wacc de 12,72% sans endettement. Taux d'actualisation ATTRACTIVE SPORT = 1,1% (taux sans risque) + 2,60 (beta actif économique) * 5,3% (prime de risque marché actions) + Coût de la dette de 3,28% après impôt, soit un wacc de 12,92%. La croissance perpétuelle retenue pour ATTRACTIVE SPORT et SPOREVER est identique.

⁷ Le nombre significatif des EBITDA négatifs ressortant de l'échantillon rend cet indicateur inopérant.

⁸ Sociétés composant notre échantillon SPOREVER : Telegraaf Media Groep NV, Spir Communication SA, John Menzies PLC et Connect Group PLC.

Sociétés composant notre échantillon ATTRACTIVE SPORT : Planet.fr, LDLC, Rentabiliweb, DNX Corp.

⁹ Sur la base de multiples de CA 2015 à 2016 compris entre 1,07x et 0,95x pour ATTRACTIVE SPORT et de multiples de CA 2014 à 2015 compris entre 0,27x et 0,26x pour SPOREVER.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

3.1. Méthodes retenues par les parties pour déterminer la rémunération des apports

Les parties ont retenu les méthodes suivantes (i) analyse du cours de bourse, (ii) opérations récentes sur le capital des sociétés (iii) analyse des multiples boursiers de sociétés cotées comparables et (iv) une analyse des valorisations obtenues par actualisation des flux futurs de trésorerie.

L'application de ces méthodes conduit à une parité naturelle de 2,70 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT.

Toutefois, les conseils d'administration des deux sociétés se sont accordés pour retenir une décote forfaitaire de 20% appliquée à la valeur de la seule société ATTRACTIVE SPORT. Cette décote conduit à une parité de 2,10 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT.

3.2. Diligences effectuées

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé et de la rémunération induite.

En particulier, je me suis appuyé sur les travaux précédemment décrits § 2.3. au niveau des sociétés SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT pour :

- vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les parties à chacune des sociétés participant à l'opération ;
- étendre les critères de détermination de ces valeurs relatives.

3.3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

J'ai apprécié le caractère équitable de la rémunération des apports en appliquant des méthodes d'évaluation homogènes pour les groupes SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT.

La fourchette de parité qui résulte de ces calculs, reprise dans le tableau ci-après, ne présente pas de divergence significative par rapport à la parité déterminée par les parties avant prise en compte d'une décote de 20% sur la valeur d'ATTRACTIVE SPORT.

Les approches d'évaluation qui me paraissent les plus pertinentes et les plus homogènes pour évaluer les sociétés SPOREVER et ATTRACTIVE SPORT sont (i) le prix de transaction intervenu lors de l'acquisition des actions SPOREVER par ATTRACTIVE SPORT et la valeur de référence issue des augmentations de capital de 2015 pour ATTRACTIVE SPORT, (ii) les cours de bourse SPOREVER comparés à la valeur de référence issue des augmentations de capital de 2015 pour ATTRACTIVE SPORT, (iii) l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), (iv) la comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables avec comme indicateur le chiffre d'affaires (CA) projeté 2015-2016:

Parité ATTRACTIVE SPORT/SPOREVER (avant prise en compte de la décote forfaitaire de 20% d'ATTRACTIVE SPORT)

<i>Méthodes privilégiées</i>	Parité ATTRACTIVE SPORT sur SPOREVER	
Acquisition SPO vs Augmentation de Capital AS	2,64	
Cours de bourse SPO vs Augmentation de capital AS	2,62	3,02
DCF	2,43	3,08
Comparables CA	2,06	2,38

Suivant les critères, j'observe une fourchette de parité comprise entre 2,06 et 3,08 actions SPOREVER émises en rémunération d'une action ATTRACTIVE SPORT qui dès lors encadre la parité de 2,70 issue du seul rapprochement des valeurs relatives de chaque sociétés avant prise en compte de la décote de 20% sur la valeur d'ATTRACTIVE SPORT.

Seule la parité calculée à partir des comparables boursiers appliqués au chiffre d'affaires s'inscrit en retrait par rapport à une parité de 2,70 avant décote ATTRACTIVE SPORT. Ceci s'explique par le fait que les projections d'activité de la société ATTRACTIVE SPORT trouvent leur entier développement à compter de l'horizon 2017/2018 avec la mise en place d'une market place.

Les calculs des comparables boursiers sont quant à eux effectués à partir des chiffres d'affaires 2015 et 2016, seules informations disponibles.

Dans une négociation finale, les parties ont décidé de décaler la valeur d'ATTRACTIVE SPORT de 20%. Ceci a pour conséquence une décote de la parité dans la même proportion.

La mise en œuvre de cette décote sur la seule société ATTRACTIVE SPORT se trouve justifiée, au cas présent, par le fait que :

- la société ATTRACTIVE SPORT est une société de création récente,

- les volumes d'actions échangés sur le marché libre sont inexistantes et il n'y a pas en l'état de liquidité du titre,
- les actionnaires d'ATTRACTIVE SPORT vont par l'opération de fusion accéder à un marché organisé offrant plus de liquidité.

Dans ce contexte, une décote de 20% de la valeur relative attribuée aux actions de la société ATTRACTIVE SPORT paraît effectivement appropriée. Elle peut être rapprochée des décotes usuellement utilisées dans le cadre des évaluations de sociétés non cotées.

Ainsi, la prise en compte de cette décote de la valeur d'ATTRACTIVE SPORT conduit au tableau de sensibilité de la parité suivant :

Parité ATTRACTIVE SPORT/SPOREVER y compris décote de 20% sur la valeur globale d'ATTRACTIVE SPORT

<i>Méthodes privilégiées</i>	Parité ATTRACTIVE SPORT sur SPOREVER	
Parité retenue par les parties	2,10	
Acquisition SPO vs Augmentation de Capital AS (avec décote de 20% de AS)	2,11	
Cours de bourse SPO vs Augmentation de capital AS (avec décote de 20% AS)	2,10	2,42
DCF (avec décote de 20% de AS)	1,94	2,47
Comparables CA (avec décote de 20% de AS)	1,64	1,90

La mise en œuvre de cette décote conduit à encadrer la parité définitivement retenue par les parties de 2,10 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT dans une fourchette comprise entre 1,64 et 2,47.

Les observations présentées précédemment, relatives à la méthode des comparables boursiers appliqués au chiffre d'affaires, demeurent identiques.

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que le rapport d'échange de 2,10 actions SPOREVER pour 1 action ATTRACTIVE SPORT, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 4 août 2015

Le commissaire à la fusion



Alain AUVRAY