



Commissariat aux comptes
Assistance aux transactions
Conseil financier opérationnel

Villages Clubs du Soleil

Société Anonyme au capital de 15 905 328 euros

Rapport du Commissaire aux Apports à l'Assemblée Générale
Extraordinaire du 5 juillet 2014

Approbans Audit

Société à Responsabilité Limitée de Commissariat aux Comptes inscrite près la Cour d'Appel d'Aix-en-Provence

Std. : +33 (0) 981 340 984 www.approbans.com Fax : +33 (0) 491 620 984

62, rue Etienne Miège F – 13013 Marseille

525 098 786 RCS Marseille

Sommaire

1	<i>Présentation de l'opération et description des apports</i>	4
1.1	Contexte de l'opération	4
1.2	Présentation des entités concernées par l'opération et liens entre les entités	5
1.3	Description de l'opération	6
1.3.1	Caractéristiques essentielles de l'apport	6
1.3.2	Conditions suspensives	8
1.3.3	Considérations fiscales et sociales	9
1.3.4	Rémunération des apports	10
1.3.5	Avantages particuliers stipulés	10
1.4	Présentation des apports	11
1.4.1	Désignation et périmètre	11
1.4.2	Méthode d'évaluation retenue	11
1.4.3	Répartition bilancielle des apports	12
2	<i>Diligences et appréciation de la valeur des apports</i>	13
2.1	Diligences mises en œuvre par le commissaire aux apports	13
2.2	Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable	13
2.3	Valeur individuelle des apports	14
2.4	Réalité des apports	16
3	<i>Conclusion</i>	18

Villages Clubs du Soleil S.A.

Rapport du Commissaire aux Apports à l'Assemblée Générale Extraordinaire du 5 juillet 2014

Mesdames et Messieurs les Actionnaires,

en exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Marseille en date du 14 novembre 2013 concernant les apports en nature qui doivent être faits par l'association « Renouveau Vacances Voyages, Loisirs » (« RVV » ou « l'association apporteuse » ci-après) à la société Villages Clubs du Soleil (« VCS » ou « votre société » ci-après), nous avons établi le présent rapport en application des dispositions des articles L225-147 et R225-136 du Code de Commerce.

L'actif net apporté a été arrêté dans un traité d'apport intitulé « Traité d'Apport Partiel d'Actifs » (ci-après « le Traité »), signé en date du 26 avril 2014 par le Président de l'association RVV et en date du 29 avril 2014 par le Président du Directoire de VCS. Ce document a été déposé le 29 avril 2014 au greffe du Tribunal de Commerce de Marseille.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée et, le cas échéant, d'apprécier les avantages particuliers stipulés. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission, en particulier selon l'avis technique du 20 janvier 2011. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part 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 des apports augmentée des éventuelles primes afférentes, et d'autre part à apprécier les éventuels avantages particuliers stipulés.

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.

1 Présentation de l'opération et description des apports

1.1 Contexte de l'opération

Le tourisme social et familial en France a une histoire riche, ayant commencé dès 1936. Il rassemble des intervenants ancrés dans cette tradition, à la fois porteurs de valeurs et acteurs significatifs de l'économie. En sus d'être un facteur de socialisation et de développement local, le tourisme social et familial présente en effet un poids économique important.

Les années récentes, avec notamment une conjoncture économique difficile, ont cependant généré diverses ruptures dont une mutation voyant les familles françaises, principales contributrices au chiffre d'affaires des villages vacances, préférer de plus en plus d'autres formes de loisirs pour leurs congés. L'offre doit ainsi évoluer et le secteur associatif doit faire face à la concurrence accrue d'un secteur marchand offensif.

Ces mutations imposent au secteur du tourisme social et familial, principalement associatif, d'importantes restructurations sous la forme, entre autres, de rapprochements d'entités historiques. L'objectif de ces restructurations est de permettre, grâce à l'atteinte d'une taille critique, de dégager les financements nécessaires à l'entretien d'un parc immobilier significatif.

Dans ce contexte, le rapprochement de l'association Renouveau Vacances Voyages, Loisirs et de la société Villages Clubs du Soleil, filiale de l'association éponyme, constitue un projet fondateur qui doit donner naissance à un acteur d'envergure, parmi les leaders français sur le secteur des vacances familiales et dans l'économie sociale et solidaire.

Cette volonté de redéploiement stratégique a des incidences en matière juridique, principalement au travers de l'opération d'apport envisagée et faisant l'objet du présent rapport. Le projet « Convergence » entre ces deux entités répond ainsi aux enjeux suivants :

- ✓ pour RVV, il s'agit de poursuivre son activité associative et de garantir la pérennité de son activité touristique,
- ✓ pour votre société, il s'agit de diversifier à court terme son développement et son offre.

C'est dans ce contexte qu'il est prévu, dans le cadre du Traité d'apport susmentionné, déposé le 29 avril 2014 au Tribunal de Commerce de Marseille, d'apporter la branche d'activité de l'association Renouveau Vacances Voyages, Loisirs à la société Villages Clubs du Soleil S.A.

1.2 Présentation des entités concernées par l'opération et liens entre les entités

Dans le cadre contextuel présenté *supra*, l'association RVV entend donc apporter à votre société la branche d'activité autonome évoquée.

Pour mémoire, votre société a pour objet en France et à l'étranger :

- le développement du tourisme familial, social et local, et d'une manière générale la promotion sociale par la formation, la qualification et l'insertion professionnelle,
- la propriété par voie d'acquisition, d'apports, fusions, puis l'exploitation de tout ensemble immobilier ou de tout fonds de commerce à caractère hôtelier sous la forme de village de vacances,
- l'organisation de séjours, la location de chambres, la restauration et la gestion de services liés à cette activité,
- l'achat, en vue de la location, de tout matériel de sports et de loisirs,
- la gestion, par bail à loyer ou autrement, de tous établissements dont l'activité pourrait être similaire ou connexe,
- l'obtention de tous emprunts auprès de tous organismes financiers, avec consentement de toutes prises de garanties nécessaires,
- l'acquisition ou la location de tous mobiliers, matériels, nécessaires à l'activité sus-énoncée,
- la prise de participation dans toutes autres sociétés commerciales ou civiles en vue de s'en assurer le contrôle et la direction,
- le transport public routier de personnes,

et plus généralement, toutes opérations commerciales, financières, mobilières ou immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ci-dessus défini ou susceptibles d'en favoriser le développement ou l'extension.

De son côté, RVV est une association à but non lucratif régie par la loi du 1er juillet 1901, ayant pour but, selon l'article 2 de ses statuts, de :

- créer, équiper, assurer le fonctionnement et la gestion directe ou pour autrui, d'hébergements de vacances, d'équipements de loisirs et de voyages en France et à l'étranger,
- favoriser par tous moyens appropriés, à l'occasion des vacances ou en dehors des périodes de vacances et au profit de ses membres ou de ses groupes constitués, le développement de la culture et des loisirs lors de toutes ses activités, dans l'esprit de son Manifeste,

- promouvoir toute recherche et toute action visant au développement en général des loisirs, du tourisme, des vacances, du sport, de la culture au profit de ses membres, dans un sens familial et social,
- participer, dans le respect de ses finalités, au développement harmonisé des régions dans lesquelles elle s'est implantée.

Il convient de préciser ici que l'association apporteuse et la société bénéficiaire n'ont aucun lien préalable à l'opération envisagée, ni capitalistique ni via d'éventuels dirigeants communs.

1.3 Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

Selon les dispositions des articles L.236-22 et L.236-16 à L.236-21 du Code de Commerce, cette opération est placée sous le régime juridique des scissions.

L'application du régime juridique des scissions emporte transmission universelle à la société bénéficiaire de tous les droits, biens et obligations de l'apporteuse pour la branche d'activité faisant l'objet de l'apport.

L'opération projetée est également soumise, entre autres (voir les conditions suspensives au paragraphe 1.3.2 ci-après), à votre approbation.

Sa date de réalisation doit intervenir au plus tard le 31 mars 2015 (ci-après « Date de Réalisation », correspondant à la réalisation des conditions résolutoires, selon les termes de l'article 12.2 du Traité qui vous est soumis).

1.3.1.1 Modalités spécifiques de détermination de l'Apport

Les comptes de RVV arrêtés au 31 octobre 2014 sont retenus comme base de détermination des apports, de sorte que tous les actifs apportés et les passifs pris en charge sont ceux qui existeront à cette date.

Dans le cadre cette opération d'apport, la désignation des actifs et des passifs constitutifs de l'actif net et dépendant de la Branche d'Activité a ainsi été réalisée sur la base des comptes clos au 31 octobre 2013 et d'une situation estimée des comptes à la date du 31 octobre 2014, dont les principaux éléments sont repris *infra*.

Le Traité précise en son paragraphe 1.3.1 que « *la référence aux éléments d'actifs et de passifs de la Branche d'Activité à la date du 31 octobre 2013, en vue de l'établissement des conditions de l'Opération et de la désignation des actifs apportés et passifs pris en charge, restera cependant sans incidence sur la consistance effective du patrimoine*

apporté qui sera transmis dans l'état où il se trouvera au 31 octobre 2014, sur la base des comptes sociaux arrêtés à cette date ».

Il convient de rappeler à ce stade la précision figurant en introduction du présent rapport (page 3), selon laquelle la mission du Commissaire aux Apports prend fin avec le dépôt de son rapport et qu'il ne lui appartient pas de mettre à jour ce dernier pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Les données financières prévisionnelles ayant par nature un caractère aléatoire et leur réalisation pouvant différer de manière significative des informations retenues pour la valorisation des apports et présentées dans le présent rapport, les écarts constatés à la date d'effet devront être analysés et dûment appréciés par les Parties (voir mécanisme de Prime Technique au 1.3.4 et au 2.4 ci-après).

1.3.1.2 Date d'effet et période intercalaire

L'association apporteuse et votre société sont convenues que l'opération d'apport partiel d'actifs envisagée prendra effet au 31 octobre 2014 de sorte que VCS aura la propriété et la jouissance des éléments d'actifs apportés et des passifs pris en charge à cette date, sous réserve de la réalisation dans les délais impartis de diverses conditions suspensives et résolutoires.

Le Traité stipule également que les éléments de passif transmis seront supportés uniquement par votre société, sans solidarité de l'association apporteuse.

En particulier, le présent apport partiel d'actifs doit prendre effet sur les plans comptable et fiscal au 31 octobre 2014. Il convient de souligner que les résultats des opérations, tant actives que passives, effectuées par RVV depuis le 1er novembre 2013 jusqu'au 31 octobre 2014 inclus lui resteront par conséquent acquises.

Pour ce qui est de la période intercalaire s'étendant entre le jour de l'approbation de l'opération par les Parties et la Date de Réalisation, RVV s'engage à exploiter et à gérer « raisonnablement » la branche d'activité, ce qui implique notamment qu'elle s'interdit (sauf en cas d'obtention préalable d'un accord de votre société) :

- de transférer la propriété ou la jouissance de la Branche d'Activité ou des éléments de toute nature la composant,
- d'accorder un prêt ou d'abandonner une quelconque créance,
- de souscrire un emprunt ou tout autre engagement augmentant l'endettement financier,
- de modifier les conditions financières et de règlement des fournisseurs,
- de procéder à toute augmentation de la rémunération des salariés,
- de procéder à l'embauche d'aucun salarié, en dehors du cours normal des affaires.

L'article 6 du Traité détaille les modalités de gestion de cette période intercalaire, notamment via la désignation d'un Comité de Pilotage dont le fonctionnement, la composition et les prérogatives sont précisément définis, via la formalisation de conventions visant à commercialiser la campagne Hiver 2014/15 et via la précision de modalités de réalisation de certains actifs de RVV (voir point 5 du paragraphe suivant).

1.3.2 Conditions suspensives

L'apport envisagé est subordonné à la réalisation de multiples conditions suspensives afin de devenir définitif. Ces conditions, au nombre de 39, vous sont exposées de façon exhaustive à l'article 11 du Traité.

De façon synthétique, ces conditions sont relatives **(i)** à l'accomplissement de formalités juridiques (démissions de RVV de ses mandats et agrément de votre société en contrepartie), **(ii)** à la régularisation de divers actes et contrats, **(iii)** à des accords avec les établissements bancaires ayant consenti des prêts à RVV, **(iv)** à des accords de la part de collectivités territoriales accueillant des sites de l'association apporteuse et **(v)** à diverses conditions spécifiques dont la certification des comptes de RVV par son Commissaire aux comptes ou l'absence d'événement susceptible d'avoir un impact significatif sur la branche d'activité apportée.

A notre avis, les conditions suspensives les plus significatives sont relatives à :

1. l'approbation de l'opération par l'Assemblée Générale Extraordinaire des adhérents de RVV,
2. l'agrément de votre société en qualité de nouveau membre de l'Association Conseil Supérieur des Karellis, cet agrément étant subordonné à divers accords préalables avec les collectivités locales concernées,
3. la confirmation d'un contrat de licence des marques de RVV pour une durée minimum de dix ans, assortie d'une obligation de maintien desdites marques. Le Traité précise que cette condition est réputée au seul bénéfice de l'association apporteuse,
4. la régularisation d'un compromis de vente relatif au site de La Baule, pour un montant minimal de sept millions d'euros,
5. la réitération d'un compromis portant sur un actif immobilier sis à Courchevel (commune de Saint Bon Tarentaise, 73120) moyennant un prix de 7,5 millions d'euros devant être affecté au financement de l'exploitation de la branche apportée et, partant, transféré à votre société à la date d'effet de l'opération.

Ceci exposé, il demeure que chacune des trente-neuf conditions citées dans le Traité est susceptible d'avoir le même niveau d'incidence sur l'opération, les Parties devant considérer à ce titre ces conditions suspensives dans leur exhaustivité.

1.3.3 Considérations fiscales et sociales

1.3.3.1 Aspects fiscaux

Sur le plan fiscal, cette opération se place sous le régime de faveur prévu par l'article 210 A du Code général des impôts (CGI), sur renvoi de l'article 210 B dudit Code, les entités participantes étant de nationalité française et soumises à l'impôt sur les sociétés et l'Apport constituant une branche complète d'activité au sens des dispositions susvisées.

Ce régime implique la prise de divers engagements dont les principaux sont les suivants :

- Pour RVV en tant qu'apporteuse:
 - conserver pendant trois ans les titres reçus en contrepartie de l'apport,
 - calculer ultérieurement les plus-values de cession de ces titres par référence à la valeur que les biens apportés avaient, du point de vue fiscal, dans ses propres écritures.
- Pour votre société en tant que bénéficiaire :
 - reprendre à son passif les provisions dont l'imposition est différée et se rapportant à la branche apportée,
 - se substituer à la société apporteuse pour la réintégration des résultats se rapportant à la branche apportée et dont la prise en compte avait été différée pour l'imposition de cette dernière,
 - déterminer les plus-values réalisées ultérieurement à l'occasion de la cession des immobilisations non amortissables reçues en apport,
 - réintégrer dans ses bénéfices imposables à l'impôt sur les sociétés, dans les conditions fixées par l'article 210 A du CGI, les plus-values dégagées par l'apport des biens amortissables.

L'Apport prendra effet le 31 octobre 2014 à minuit. Les Parties reconnaissent que cette date d'effet emporte un plein effet comptable et fiscal, dont elles s'engagent à accepter toutes les conséquences.

Les résultats bénéficiaires ou déficitaires générés à compter du 1er novembre 2014 par l'exploitation de la Branche d'Activité seront ainsi inclus dans les résultats imposables de votre Société.

Pour ce qui est des droits d'enregistrement, l'ensemble des biens et droits apportés par RVV représentant une branche complète et autonome d'activité, au sens du Code Général des Impôts, les apports, s'ils se réalisent, n'entraîneront que l'exigibilité d'un droit fixe.

1.3.3.2 Aspects sociaux

Votre société reprendra, selon les dispositions du Code du travail, la totalité du personnel affecté à la Branche d'Activité apportée, se substituant ainsi à RVV dans ses obligations à l'égard de ce personnel.

Votre société devra payer les salaires, fixes et proportionnels, et autres avantages, y compris les congés payés ainsi que toutes les charges sociales et fiscales. Elle s'oblige également à se substituer à l'association apporteuse en ce qui concerne toutes retraites, comme tous compléments de retraites susceptibles d'être dus, ainsi que tous avantages et autres charges en nature et en espèce.

1.3.4 Rémunération des apports

Le présent Apport se traduira :

- par une augmentation du capital de votre Société d'un montant de 3.102,8 milliers d'euros, par émission de 274.187 actions nouvelles sans valeur nominale exprimée, toutes attribuées à RVV,
- par le versement d'une soulte d'un montant de 200 milliers d'euros au profit de l'association apporteuse,
- par l'inscription au passif du bilan de votre Société, à un compte de réserves indisponibles, d'une prime fixée à un million d'euros (la « Prime Technique »), ce qui correspond à la différence entre la valeur nette des biens et droits apportés (telle qu'établie en conclusion du présent rapport) et la valeur nominale des actions nouvelles augmentée de la Soulte et de la Prime d'Apport. Cette Prime Technique est destinée à la prise en compte d'un éventuel ajustement portant sur la valeur vénale définitive de l'Apport au 31 octobre 2014 (voir 2.4 *infra*),
- par l'émission d'une prime d'apport d'un montant de 9.685,7 milliers d'euros correspondant à la différence entre (i) le montant de l'actif net apporté diminué des engagements hors bilan, de la Soulte et de la Prime Technique, soit un montant de 12.788,5 milliers d'euros, et (ii) le montant de l'augmentation de capital précisé ci-dessus.

1.3.5 Avantages particuliers stipulés

Nous n'avons pas eu connaissance de la stipulation d'avantages particuliers.

1.4 Présentation des apports

1.4.1 Désignation et périmètre

Les apports peuvent se présenter comme suit :

- Eléments d'actif et de passif (voir 1.4.3 – Répartition bilancielle des apports),
- Engagements hors bilan. Il convient de souligner que votre société doit assumer les engagements de toute nature apportés par RVV et mentionnés en annexe 2.4 au Traité. L'article 2.2 dudit Traité stipule en outre que *« d'une manière générale, la Société Bénéficiaire prendra en charge la totalité du passif de l'Entité Apporteuse attaché à la Branche d'Activité, sans aucune exception ni réserve, y compris celui qui aurait été omis dans celui sus-indiqué »*,
- Titres de participation de la SAS « Renouveau Vacances », de la SA « Coopérative Montricher Albanne Coop », de la Sàrl « Loisirs Services les Portes du Roussillon » et de diverses Sociétés Civiles Immobilières, détaillées au paragraphe 2.6 du Traité,
- Le statut de membre de trois associations, diverses conventions de location, relevant à la fois du droit privé et du droit public (voir paragraphe 2.8 du Traité),
- Un crédit-bail immobilier portant sur l'immeuble du siège de RVV.

Par ailleurs le Traité précise que cette énumération *« n'a qu'un caractère indicatif et non limitatif, le patrimoine actif et passif composant la Branche d'Activité apportée devant être intégralement dévolu à la Société Bénéficiaire dans l'état où il se trouvera à la Date de Réalisation »*.

Certains éléments sont spécifiquement exclus du périmètre des apports, sans que la qualification juridique et fiscale de la Branche d'Activité ne soit remise en cause :

- Marques « Renouveau Vacances » et « Renouveau Vacances Sportez-vous bien ! », faisant l'objet du contrat de licences mentionné au point 3 du 1.3.2 *supra*,
- La trésorerie associative de RVV, dont le montant constaté sur un compte Banque Populaire à la Date d'Effet viendra diminuer le montant de la soulte à l'euro l'euro.

1.4.2 Méthode d'évaluation retenue

Sur le plan comptable, le présent apport consiste en une opération impliquant des entités sous contrôle distinct. Les actifs et passifs dépendant de la Branche d'Activité seront donc transférés à leur valeur réelle ***telle qu'elle existera au 31 octobre 2014*** (voir 1.3.1.1 *supra*), et ce dans le cadre des dispositions du règlement CRC n°2004-01.

Aux fins de rédaction du Traité et d'approbation par les Assemblées Générales Extraordinaires des Parties, la valeur réelle au 31 octobre 2014 est estimée au mieux des données disponibles à la date du présent rapport, assorties d'hypothèses essentiellement relatives à l'exploitation de RVV sur les prochains mois.

Cette valeur pourrait, le cas échéant, faire l'objet d'un ajustement à la hausse ou à la baisse à la Date de Réalisation dont le montant sera imputé sur la Prime Technique et/ou indemnisé par RVV au profit de votre Société, dans les conditions prévues par le Traité (voir paragraphe 2.4 *infra*).

1.4.3 Répartition bilancielle des apports

('000 €)	Prévisions au 31-oct-14
Immobilisations incorporelles et corporelles	17 797,0
Immobilisations financières	1 799,6
Actif immobilisé	19 596,6
Actif circulant (hors trésorerie)	3 250,9
Trésorerie active	5 321,0
Total actif	28 168,4
Provisions	3 610,5
Dettes financières	3 975,2
Autres dettes	6 594,3
Total passif	14 180,0
Actif net avant hors bilan	13 988,4
Apport du contrat Dexfi (couverture des Indemnités de Fin de Carrière) dont le montant est supérieur à celui de l'engagement estimé	162,8
Actif net estimé	14 151,2

Un tableau de passage des actifs et passifs apportés est présenté au paragraphe 2.3 ci-après.

2 Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences mises en œuvre par le Commissaire aux apports

Conformément à notre lettre de mission datée du 24 mars 2014, nous avons mis en œuvre les diligences suivantes :

- prise de connaissance générale de l'opération d'apports et du contexte dans lequel elle se place ;
- contrôle de la réalité des apports ;
- appréciation de la pertinence des méthodes retenues pour déterminer la valeur des apports (en particulier les estimations liées à une valorisation prospective des apports) ;
- appréciation de la pertinence des informations communiquées aux actionnaires sur la nature des apports et les spécificités de leur modalités de détermination.

Nos travaux se sont basés :

- (i) sur des entretiens avec les dirigeants opérationnels et financiers de votre société et de l'association apporteuse, ainsi qu'avec leurs conseils juridiques et leurs Commissaires aux comptes,
- (ii) sur les documents juridiques (Traité d'Apport Partiel d'Actifs d'avril 2014, statuts des entités) applicables pour cette opération,
- (iii) sur les éléments comptables (arrêtés au 31 octobre 2013 des comptes des deux entités concernées par l'opération) et financiers (données prévisionnelles, rapports du cabinet Horwath HTL de janvier 2014) mis à notre disposition, à la fois au siège de votre société sis à Marseille (13002) et au siège de RVV sis à Montmélian (73800).

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable

Comme déjà évoqué, le Traité stipule que, sur le plan comptable, les actifs et passifs apportés en lien avec la Branche d'Activité soient transférés à une valeur réelle prospective au 31 octobre 2014 (voir 1.3.1.1 *supra*).

Pour ce qui est de la notion de valeur réelle, elle apparaît conforme aux termes du règlement CRC n°2004-01 du 4 mai 2004.

Pour ce qui est de l'approche prospective, elle répond aux besoins de la présente opération sans être étayée par une réglementation comptable spécifique.

2.3 Valeur individuelle des apports

Le tableau ci-après présente le passage entre les valeurs bilanciellées issues de la clôture de RVV au 31 octobre 2013 et les valeurs estimées d'apport.

('000 €)	Bilan 31/10/2013	Valorisation des actifs selon rapport Horwath	Flux 2013/2014 estimés			Imposition différée	Bilan d'apport 31/10/2014
			sorties de périmètre	Acquisitions Remboursements	Flux opérationnels		
Immobilisations corporelles	13 509,3	3 845,6	(77,9)	520,0			17 797,0
Immobilisations financières	3 760,0	(2 058,6)		98,2			1 799,6
Total actif immobilisé	17 269,3	1 787,0	(77,9)	618,2			19 596,6
Actif circulant hors trésorerie	3 537,5	(286,6)					3 250,9
Trésorerie	2 766,6	(252,4)		(618,2)	3 424,9		5 321,0
Actifs apportés	23 573,4	1 248,0	(77,9)	-	3 424,9		28 168,4
Provisions	(1 549,4)					(2 061,0)	(3 610,5)
Dettes financières	(5 997,7)			1 549,6			(4 448,1)
Autres dettes	(4 824,2)	(1 297,2)					(6 121,4)
Passifs apportés	(12 371,3)	(1 297,2)	-	1 549,6	-	(2 061,0)	(14 180,0)
Total net des éléments bilanciels							13 988,4
Apport du contrat Dexfi (couverture des Indemnités de Fin de Carrière) dont le montant est supérieur à celui de l'engagement estimé							162,8
Actif Net							14 151,2

Les principales méthodes et hypothèses ayant servi à la constitution du tableau ci-dessus, donc à la détermination de l'actif net, sont les suivantes :

- Sur les sites en propriété :
 - recours à la méthode des flux de trésorerie actualisés (« méthode des DCF ») avec des taux d'actualisation évoluant entre 8,0% et 10,7% et dont le résultat est retraité des investissements de réhabilitation à réaliser,
 - dans le cas où le résultat de la valorisation via la méthode des DCF n'est pas approprié (valeur négative pour des sites en propriété ou valeur DCF inférieure à la valeur immobilière de substitution), recours à une valeur immobilière de substitution sur la base d'un loyer théorique et d'un un taux de capitalisation variant entre 7,7% et 8,7%, puis déduction des investissements à réaliser.

- Sur les autres sites et immobilisations corporelles :
 - pour les sites en location dont la valorisation par la méthode des DCF aboutit à une valeur négative selon les conclusions du cabinet Horwath HTL, remplacement de la valeur négative par une valeur nulle,
 - pour le siège de Montmélian, remplacement de la valeur comptable par une valeur d'expert, déduction faite des annuités de crédit-bail restant à payer,
 - pour l'agence de Paris en location, substitution de la valeur comptable par la valeur du droit au bail du local,
 - pour le site de Mauriac, en location et dont la fermeture est prévue en 2014, mise à zéro des immobilisations corporelles du site,
 - prise en compte d'investissements selon le budget des investissements de l'exercice 2013/2014 s'élevant à 520 milliers d'euros, sans impact sur l'actif net car neutralisé via la trésorerie.
- Sur les immobilisations financières :
 - annulation de la valeur des titres des Sociétés Civiles Immobilières, car celles-ci sont considérées par ailleurs dans les actifs immobiliers,
 - prise en compte d'une prise de participation supplémentaire à hauteur de 98 milliers d'euros, sans impact sur l'actif net car compensée en trésorerie,
 - annulation des créances réciproques avec les filiales.
- Sur l'imposition différée :
 - prise en compte d'une dette d'imposition future liée, entre autres, à la revalorisation de l'actif net, au taux de 33,33%.
- Sur les autres éléments bilanciaux :
 - dettes financières : hypothèse de l'absence de nouvel emprunt sur la période, prise en compte des remboursements (capital et intérêts) selon les échéanciers,
 - autres dettes : augmentation sur la période du fait de la prise en compte, entre autres, de la participation,
 - par hypothèse, les autres postes du BFR (Besoin en Fonds de Roulement) sont considérés constants entre le 31/10/2013 et le 31/10/2014.
- Sur les éléments hors bilan :
 - prise en compte en complément de l'actif net comptable du surplus de couverture des Indemnités de Fin de Carrière, projeté au 31/10/2014, pour un montant de 162,8 milliers d'euros.
Ce retraitement est issu **(i)** d'un contrat Dexfi souscrit par RVV, dont la valorisation devrait s'établir à 299,8 milliers d'euros au 31 octobre 2014

compte tenu des départs prévus d'ici là, et **(ii)** d'une dette actuarielle estimée par l'association apporteuse à 137 milliers d'euros.

- Sur les flux d'exploitation de RVV sur l'exercice clos le 31 octobre 2014 :
- flux de trésorerie basés sur une hypothèse de résultat opérationnel déficitaire de l'association apporteuse à hauteur de 3,1 millions d'euros,
 - prise en compte d'un flux de trésorerie positif issu de la vente du site de Courchevel pour 7,5 millions d'euros,
 - budgétisation d'autres éléments non opérationnels et des dotations prévisionnelles aux amortissements, ainsi que de la participation et d'éléments fiscaux.

2.4 Réalité des apports

Si la valorisation des apports est basée sur des données prévisionnelles, donc sur des hypothèses, elle repose également sur des données bilanciellles arrêtées au 31 octobre 2013. Les comptes annuels de RVV au 31/10/2013 ont été revus par nos soins, étant précisé qu'ils avaient été certifiés par le Commissaire aux comptes de l'association.

Pour ce qui est d'éventuels événements postérieurs à la dernière clôture annuelle et susceptibles de minorer la valeur de certains éléments apportés, nos travaux jusqu'à la date du présent rapport n'ont pas mis en évidence d'éléments permettant de remettre en question la réalité des apports.

Pour ce qui est de la période s'étendant jusqu'au 31 octobre 2014, l'évaluation de l'actif net est donc faite sous la condition résolutoire de valeurs qui seront déterminées de façon définitive à l'occasion du prochain arrêté annuel de RVV. Cette évaluation sera réalisée par l'association apporteuse, pour transmission à VCS avant le 31 janvier 2015. Le Traité prévoit une procédure spécifique en cas de désaccord, notamment via la désignation éventuelle d'un expert.

Une fois les Parties d'accord sur la valeur de l'actif net au 31 octobre 2014, le Traité précise à l'alinéa (b) de son paragraphe 12.1 que si « *l'évaluation de l'actif net apporté par l'Entité Apporteuse au 31 octobre 2014 s'avérait inférieure à celle figurant dans le présent traité, la différence constatée serait imputée sur la Prime Technique à due concurrence. En cas d'insuffisance du montant de la Prime Technique, les parties devront convenir des modalités d'indemnisation de la Société Bénéficiaire pour le montant de l'insuffisance et, notamment par compensation avec le montant du*

Compte-courant restant dû à l'Entité Apporteuse à cette date, ou par annulation d'une fraction du nombre de titres émis en rémunération de l'apport ».

Dans cette éventualité, correspondant à un actif net au 31 octobre 2014 inférieur à 13 millions d'euros, vous devrez prendre une décision en Assemblée Générale Extraordinaire, après accord express du Conseil d'Administration de l'association apporteuse.

Enfin, si l'évaluation de l'actif net apporté par RVV au 31 octobre 2014 s'avérait supérieure à celle figurant dans le Traité et faisant l'objet de la conclusion ci-après, la différence constatée viendrait accroître le montant de la Prime d'Apport.

3 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports projetée au 31 octobre 2014 et s'élevant à 14.151,2 milliers d'euros, dont 162,8 milliers d'euros résultant de la prise en compte d'éléments hors bilan, n'est pas surévaluée.

Du fait du caractère différé de l'opération, cette valeur prévisionnelle comporte une incertitude dont les incidences ne peuvent être traitées, le cas échéant, que postérieurement au 31 octobre 2014 et dans certaines limites (montant de la Prime Technique, montant du compte courant dû à l'association apporteuse, annulation de titres). Nous rappelons que les estimations sur lesquelles repose une partie de la valeur ci-dessus sont issues d'hypothèses présentant par nature un caractère incertain, les réalisations différant de manière parfois significative des données prévisionnelles.

En conséquence de notre avis sur la valeur des apports, l'actif net apporté apparaît au moins égal au montant de l'augmentation de capital projetée de votre société, prime d'apport, prime technique et soulte incluses.

Marseille, le 21 mai 2014

Le Commissaire aux Apports



pour **Approbans Audit**, Pierre Chauvet