

Immobel NV

**Verslag van de commissaris
aangaande het voorstel tot fusie
door overneming van Allfin Group Comm.
VA door Immobel NV**

4 mei 2016

Inhoud	Blz.
1. Inleiding	3
2. Identificatie van de betrokken vennootschappen	4
2.1. IMMOBEL NV (OVERNEMENDE VENNOOTSCHAP)	4
2.2. ALLFIN GROUP COMM. VA (OVERGENOMEN VENNOOTSCHAP)	5
3. Identificatie van de verrichting	7
4. Omschrijving van het netto-actief van de overnemende en de overgenomen vennootschappen	9
4.1. OMSCHRIJVING VAN HET NETTO-ACTIEF VAN DE OVERNEMENDE VENNOOTSCHAP (IMMOBEL)	9
4.1.1. <i>Statutaire jaarrekening (Belgian GAAP)</i>	9
4.1.2. <i>Geconsolideerde jaarrekening (IFRS)</i>	10
4.2. OMSCHRIJVING VAN HET NETTO-ACTIEF VAN DE OVERGENOMEN VENNOOTSCHAP (ALLFIN GROUP)	12
4.2.1. <i>Statutaire jaarrekening (Belgian GAAP)</i>	12
4.2.2. <i>Geconsolideerde jaarrekening (IFRS)</i>	14
5. Toegepaste waarderingsmethodes	20
5.1. BESCHRIJVING VAN DE WAARDERINGSMETHODES	20
5.1.1. <i>Methode 1: Discounted cash flow method (or DCF)</i>	20
5.1.2. <i>Methode 2: Multiples method</i>	21
5.1.3. <i>Methode 3: Net Asset Value (or NAV) method</i>	21
5.1.4. <i>Methode 4: Makelaars perceptie</i>	21
5.1.5. <i>Methode 5: Voorgaande transacties</i>	21
5.2. WAARDERINGSVORK	22
5.3. BEPALING VAN DE WAARDERING	23
5.4. UITGEVOERDE CONTROLES	23
6. Bepaling van de ruilverhouding	25
7. Gebeurtenissen na balansdatum	27
8. Besluit	28

1. Inleiding

Overeenkomstig artikel 695 van het Wetboek van Vennootschappen werden wij verzocht door de raad van bestuur van de vennootschap Immobel NV (hierna “Immobel”) om verslag uit te brengen over het voorstel tot fusie door overneming van 18 april 2016 van de vennootschap Allfin Group Comm. VA (hierna “Allfin Group”), de overgenomen vennootschap door de vennootschap Immobel NV, de overnemende vennootschap.

Het fusievoorstel werd op 20 april 2016 neergelegd ter griffie van de rechtbank van koophandel te Brussel.

Onze opdracht wordt uitgevoerd in overeenstemming met de in België geldende controlenormen, zoals uitgegeven door het instituut van bedrijfsrevisoren/Institut des Réviseurs d’Entreprises, met betrekking tot de fusies en splitsingen. We hebben ook nagezien of de informatie vermeld in het bijzonder verslag van de raad van bestuur met betrekking tot de fusie, de aandeelhouders toe laat om de voorgestelde fusie goed te keuren. Daarom zullen wij een oordeel geven met betrekking tot (i) de geschiktheid en de redelijkheid van de ruilverhouding en (ii) de geschiktheid en verantwoording van de gebruikte waarderingsmethodes voor zowel Immobel als voor Allfin Group.

De administratieve en boekhoudkundige organisatie van de bij de verrichting betrokken vennootschappen heeft ons in staat gesteld een oordeel te vormen over de degelijkheid van de financiële bescheiden die aan de waarderingsgrondslag liggen. De andere financiële inlichtingen die in het splitsingsvoorstel zijn opgenomen, werden door ons onderzocht.

Onderhavig verslag werd uitsluitend opgesteld voor gebruik door de aandeelhouders van Immobel in het kader van de geplande fusie door overneming zoals hierboven beschreven en kan derhalve voor geen enkel ander doel gebruikt worden.

2. Identificatie van de betrokken vennootschappen

2.1. Immobel NV (overnemende vennootschap)

De naamloze vennootschap Immobel naar Belgisch recht "[Overnemende vennootschap]", heeft haar maatschappelijke zetel te 1000 Brussel, regentschapsstraat 10. Het ondernemingsnummer van de vennootschap is 0405 966 675.

Het geplaatste kapitaal van de vennootschap bedraagt 60.302.318 EUR, vertegenwoordigd door 4.121.987 aandelen zonder aanduiding van nominale waarde en werd volledig volstort. Er bestaan geen bevoorrechte aandelen of aandelen waaraan bijzondere rechten werden toegekend.

De aandelen van Immobel zijn genoteerd op de Beurs van Brussel (Euronext). De voornaamste aandeelhouders van de vennootschap Immobel NV zijn Allfin Group Comm. VA en Capfi Delen Asset Management NV, twee vennootschappen naar Belgisch recht.

Aandeelhouders	Aandelen	%
Allfin Group Comm. VA	1 230 398	29,85
Capfi Delen Asset Management NV	208 516	5,06
Andere (publiek)	2 683 073	65,09
Totaal	4 121 987	100,00

De overgenomen vennootschap, Allfin Group, is eigenaar van 1.230.398 aandelen (29,85%) van de overnemende vennootschap, voorafgaand aan de voorgenomen fusie. De procedures zoals voorzien in artikel 524 van het Wetboek van Vennootschappen werd vrijwillig toegepast door de raad van bestuur van Immobel NV.

De overnemende vennootschap heeft, overeenkomstig artikel 2 van haar statuten, als doel:

"Het doel van de vennootschap luidt als volgt:

- 1) De aankoop, de verkoop, de ruiling, de commissie, de makelarij, het in huur of in erfpacht nemen, de huur, het bouwen, de uitbating, het valoriseren, de verdeling, het beheer van alle onroerende goederen van welke aard ook.*
- 2) De uitvoering van alle infrastructuur en uitrustingswerken van gronden met het oog op hun verkaveling en hun valorisatie.*
- 3) De uitvoering van alle renovatiewerken en alle verbouwingswerken aan gebouwen evenals het onderhoud van gebouwen.*
- 4) De leningen op onroerende goederen.*
- 5) De aanneming voor rekening, hetzij van de vennootschap, hetzij van de Staat, de Provincies, de Gemeenten en van alle derden, van alle werken in verband met het bouwbedrijf.*
- 6) Tenslotte alle ondernemingen met als kenmerk of voornaamste doel onroerende goederen voor eigen rekening of voor rekening van derden te doen opbrengen, inzonderheid door zich bezig te houden met het oprichten van appartements- of andere gebouwen, met hun binnenhuisinrichting, zowel onroerend als roerend, en na voltooiing, met hun beheer en uitbating.*

De verrichtingen vermeld onder de punten 1 tot 6 hiervoor mogen uitgevoerd worden zowel in België als in het buitenland. In deze verrichtingen zal de vennootschap zowel voor eigen rekening als in vereniging met en voor rekening van derden mogen handelen. De vennootschap mag bij wijze van afstand, van inbreng, van fusie, van deelneming, van inschrijving op of aankoop van aandelen, obligaties of andere waarden of op elke andere wijze belangen nemen in alle andere vennootschappen of ondernemingen, waarvan het doel gelijkaardig of aanverwant zou zijn aan het hare, alle roerende effecten en waarden aankopen en verkopen; zij mag in het algemeen alle industriële, roerende, onroerende, handels-, financiële, landbouwkundige, bosbouwkundige of andere verrichtingen doen die rechtstreeks of onrechtstreeks in verband staan met haar maatschappelijk doel."

2.2. Allfin Group Comm. VA (overgenomen vennootschap)

De commanditaire vennootschap op aandelen naar Belgisch recht "[Overgenomen vennootschap]" heeft haar maatschappelijke zetel te 1000 Brussel, Koloniënstraat 56 en met ondernemingsnummer 0862 546 467. De vennootschap werd oorspronkelijk opgericht in Brussel op 13 juni 2003 als een naamloze vennootschap, genaamd 'Hermes Brown'. De vennootschap werd opgericht voor onbepaalde tijd. Het geplaatste kapitaal van de vennootschap bedraagt 37.054.215,39 EUR vertegenwoordigd door 19.618 aandelen zonder aanduiding van nominale waarde en werd volledig volstort. Er bestaan geen bevoorrechte aandelen of aandelen waaraan bijzondere rechten werden toegekend.

Op de datum van dit verslag, zijn de huidige aandeelhouders van Allfin Group Comm. VA volgens het aandeelhoudersregister de volgende:

Aandeelhouders	Aandelen	%
A ³ Management BVBA	1	0,00
De heer Marnix Galle	18 717	95,41
Vemaco NV	900	4,59
Total	19 618	100,00

Voorafgaandelijk aan de fusie zal Allfin group (i) een aantal activa en passiva die niet tot haar kernactiviteiten behoren en (ii) de filialen die het Belview project bevatten verkopen aan haar aandeelhouders (hierna de "carve-out"). Na de voorgenomen carve-out, zullen alle aandelen van Allfin Group direct of indirect in handen zijn van de heer Marnix Galle via de vennootschap A³ Capital BVBA.

De overgenomen vennootschap heeft volgens artikel 3 van haar statuten volgend maatschappelijk doel:

- 1) "Het aanleggen, het oordeelkundig uitbouwen en beheren van een onroerend vermogen; alle verrichtingen met betrekking tot onroerende goederen en onroerende zakelijke rechten zoals de huurfinanciering van onroerende goederen aan derden, het aankopen, verkopen, ruilen, bouwen, verbouwen, onderhouden, verhuren, huren, verkavelen, prospecteren en uitbaten van onroerende goederen; de aan- en verkoop, huur en verhuur van roerende goederen, alsmede alle handelingen die rechtstreeks of onrechtstreeks met dit doel in verband staan en die van aard zijn de opbrengst van de roerende en onroerende goederen te bevorderen, alsmede zich borg te stellen voor het goede verloop van verbintenissen door derde personen aangaan die het genot zouden hebben van deze roerende en onroerende goederen.
- 2) Het aanleggen, het oordeelkundig uitbouwen en beheren van een roerend patrimonium, alle verrichtingen met betrekking tot roerende goederen en rechten, van welke aard ook, zoals het verwerven door inschrijving of aankoop en het beheren van aandelen, obligaties, kasbons of andere roerende waarden, van welke vorm ook, van Belgische of buitenlandse, bestaande of nog op te richten rechtspersonen en ondernemingen.
- 3) Het verwerven van participaties in eender welke vorm in alle bestaande of op te richten rechtspersonen en vennootschappen, het stimuleren, de planning, de coördinatie, de ontwikkeling van en de investering in rechtspersonen en ondernemingen waarin zij al of niet een participatie aanhoudt.
- 4) Het toestaan van leningen en kredietopeningen aan rechtspersonen en ondernemingen of particulieren, onder om het even welke vorm; in dit kader kan zij zich ook borg stellen of haar aval verlenen in de meest ruime zin, alle handels- en financiële operaties verrichten behalve die wettelijk voorbehouden aan kredietinstellingen?
- 5) Het verlenen van adviezen van financiële, technische, commerciële of administratieve aard; in de ruimste zin, met uitzondering van adviezen inzake beleggingen en geldplaatsingen; bijstand en diensten verlenen, rechtstreeks of onrechtstreeks op het vlak van administratie en financiën, verkoop, productie en algemeen bestuur.
- 6) Het waarnemen van alle bestuursopdrachten en opdrachten van vereffenaars, het uitoefenen van opdrachten en functies.

7) Het ontwikkelen, kopen, verkopen, in licentie nemen of geven van octrooien, knowhow en aanverwante immateriële duurzame activa.

8) Het verlenen van administratieve prestaties en computerservices.

9) De aan- en verkoop, in- en uitvoer, commissiehandel en vertegenwoordiging van om het even welke goederen, in 't kort tussenpersoon in de handel.

10) Het onderzoek, de ontwikkeling, de vervaardiging of commercialisering van nieuwe producten, nieuwe vormen van technologie en hun toepassingen.

De vennootschap mag alle verrichtingen stellen van commerciële, industriële of financiële aard die rechtstreeks of onrechtstreeks met haar doel verwant of verknocht zijn of de verwezenlijking ervan kunnen bevorderen.

Bovenvermelde opsomming is niet beperkend, zodat de vennootschap alle handelingen kan stellen, die op welke wijze ook kunnen bijdragen tot de verwezenlijking van haar maatschappelijk doel.

De vennootschap mag haar doel verwezenlijken zowel in België als in het buitenland, op alle wijzen en manieren, die zij het best geschikt zou achten.

De vennootschap mag geenszins aan vermogensbeheer of beleggingsadvies doen al bedoeld in de Wetten en Koninklijke Besluiten terzake.

De vennootschap zal zich dienen te onthouden van werkzaamheden die onderworpen zijn aan reglementaire bepalingen voor zover de vennootschap zelf niet aan deze bepalingen voldoet."

3. Identificatie van de verrichting

Conform de bepalingen van artikel 694 van het Wetboek van Vennootschappen, werd een bijzonder verslag opgesteld door de raad van bestuur van Immobel, waarbij aan de buitengewone algemene vergadering zal worden voorgesteld om over te gaan tot een fusie door overneming van de vennootschap Allfin Group door de vennootschap Immobel.

De buitengewone algemene vergadering die zich over de voorgesteld fusie zal moet uitspreken is voorzien op 10 juni 2016 of een latere datum indien het vereiste quorum (aanwezigheid van 50% van het aandelen kapitaal) niet wordt gehaald op de eerste buitengewone algemene vergadering. De notariële akte aangaande deze fusie zal verleden worden voor Meester Berquin, notaris te Brussel.

Zoals voorzien in het fusievoorstel, zal deze fusie geen boekhoudkundige retroactieve uitwerking krijgen, zodat de datum waarop de handelingen van de overgenomen vennootschap boekhoudkundig geacht worden verricht te zijn voor rekening van Immobel, wordt vastgesteld op 10 juni of een latere datum indien het vereiste quorum (aanwezigheid van 50% van het aandelen kapitaal) niet wordt gehaald op de eerste buitengewone algemene vergadering.

Het fusievoorstel stelt voor de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap te vergoeden op basis van een overeengekomen waarde van 286.500.000 EUR, met nieuw uit te geven aandelen van Immobel. Er zullen geen bijkomende geldmiddelen of andere vergoedingen in contanten worden toegekend.

De nieuwe aandelen van Immobel toegekend aan de aandeelhouders van Allfin Group, de overgenomen vennootschap, zullen dezelfde rechten hebben als de bestaande aandelen. Er wordt aan de nieuwe aandelen een stemrecht verbonden identiek als het stemrecht verbonden aan de bestaande aandelen.

Immobel kent geen bijzondere rechten toe aan de aandeelhouders van Allfin Group. De uitgegeven aandelen geven elk recht op één stem en zijn dividendgerechtigd om vanaf 1 januari 2016 te delen in de winst van het dan lopende boekjaar van Immobel dat een aanvang nam op dezelfde datum en zal eindigen op 31 december 2016.

Het fusievoorstel van de raden van bestuur specificeert het volgende:

“De fusie aandelen zullen worden uitgegeven en toegekend aan de aandeelhouders van Allfin Group onder de vorm van aandelen op naam. De omzetting van aandelen op naam van Allfin Group in fusie aandelen op naam zal worden verzekerd door de inschrijving in het aandeelhoudersregister van Immobel op de voltooiing van fusie door twee bestuurders van Immobel die gezamenlijk handelen, van alle personen die op het ogenblik van de voltooiing van de fusie ingeschreven staan als een aandeelhouder van Allfin Group en houder van aandelen op naam van Allfin Group, op basis van het aandeelhouderschap zoals blijkt uit het register van aandelen op naam van Allfin Group op het ogenblik van de voltooiing van de fusie, dat geacht zal worden nauwkeurig te zijn. Het aantal fusie aandelen dat aldus moet worden ingeschreven voor elk van deze aandeelhouders van Allfin Group zal worden bepaald met toepassing van de ruilverhouding van de fusie. De raad van bestuur van Immobel of zijn behoorlijk gemachtigde vertegenwoordiger zal het register van aandelen op naam van Allfin Group vervolgens vernietigen door op elke pagina van het register van aandelen op naam het woord “vernietigd” aan te brengen.

Van de aandeelhouders van Allfin Group die aandelen op naam van Allfin Group bezitten zal niet worden vereist dat ze enige bijzondere formaliteiten vervullen om de fusie aandelen te ontvangen.

De aandeelhouders van Allfin Group die de fusie aandelen zullen ontvangen zullen gemachtigd zijn de wijziging van de vorm van hun aandelen in Immobel te veranderen, om hun aandelen op naam om te zetten in gedematerialiseerde aandelen in overeenstemming met dezelfde bepalingen als deze die momenteel van toepassing zijn op de bestaande Immobel aandelen. In dit verband wordt verwezen naar de bepalingen van artikel 7 van de gecoördineerde statuten van Immobel.

Onder opschortende voorwaarde van de voltooiing van de fusie zal een aanvraag tot toelating tot notering op Euronext Brussel voor alle fusie aandelen worden gedaan aan Euronext Brussel. Immobel is van plan om een beroep te doen op de vrijstelling van het opstellen van een prospectus betreffende de toelating tot de verhandeling op Euronext Brussel van de Fusie Aandelen zoals vermeld in artikel 18 §2 d) van de Belgische Wet van 16 juni 2006 op de openbare

aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt.

Naar verwachting zal de notering van de fusie aandelen in werking treden binnen 90 kalenderdagen na de voltooiing van de fusie.”

Na de fusie, zal Immobel eigenaar worden van 1.230.398 eigen aandelen (Immobel aandelen die momenteel in handen zijn van Allfin Group). Deze eigen aandelen zullen 12,3% vertegenwoordigen van het totaal aan uitstaande aandelen van de gefuseerde entiteiten. De verworven eigen aandelen zullen, in overeenstemming met artikel 622 van het Wetboek van Vennootschappen, geen stemrecht hebben. Het voorstel tot fusie bepaalt het volgende:

“De stemrechten en de rechten op dividend gekoppeld aan de eigen aandelen worden geschorst over de periode waar ze aangehouden worden door de gefuseerde entiteit.”

“Allfin Group en Immobel hebben afgesproken dat de eigen aandelen niet vernietigd zullen worden. De aandelen zullen, na de voorgenomen fusie, aangehouden worden door Immobel en zullen door Immobel gebruikt kunnen worden om ze te plaatsen bij institutionele investeerders met als doel Immobel's aandeelhouderstructuur te versterken en te verbreden.”

Zoals bepaald in het fusieovereenkomst (merger agreement) van 18 april 2016 afgesloten tussen beide partijen moet Allfin Group zorgen dat de voorgenomen “carve-out” van een aantal activa en passiva die niet tot haar kernactiviteiten behoren en de filialen die het Belview project aanhouden uitgevoerd is vooraleer de voorgenomen fusie kan plaatsvinden. Daarenboven is de voorgenomen fusie onder voorbehoud van het vervullen en of bekomen van volgende voorwaarden vóór de datum van de fusie:

- van de Belgische Mededingingsautoriteit:
 - (i) in navolging van Artikel IV.61, § 1, 2° van het Belgische Wetboek van Economisch Recht, een beslissing te bekomen dat de fusie geen aanleiding heeft tot een concentratie welke valt binnen de toepassing van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht; of
 - (ii) in navolging van Artikel IV.61, §2, 1° and 2° of Artikel IV.63, §3 van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht, een verklaring te bekomen dat de fusie toegelaten is zonder enige voorwaarden of verplichtingen die voor in de fusie betrokken partijen niet redelijkerwijs aanvaardbaar is; of
 - (iii) het niet bekomen van een beslissing binnen de wettelijke termijnen zoals bepaald in het Belgisch Wetboek van Economisch Recht, met als gevolg dat de fusie verklaard wordt toegestaan te zijn in overeenstemming met Artikel IV.61, §2, 3de paragraaf of met Artikel IV.63, §6 van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht.
- de goedkeuring van de obligatiehouders van Allfin Group op een algemene vergadering van obligatiehouders ter goedkeuring van de aanpassingen aan de algemene voorwaarden en verplichtingen van de obligatielening uitgegeven door Allfin Group zodat de fusie kan plaatsvinden binnen deze aangepaste voorwaarden en verplichtingen;
- de ontvangst door Allfin Group van de nodige opheffingen van voorwaarden (waivers) van haar banken in het kader van haar huidige financieringsvoorwaarden (annex I);
- de volledige opheffing van het pand toegekend door Allfin Group aan BNP Paribas Fortis op de 1.230.398 Immobel aandelen welke een garantie vormen voor de lening die Allfin Group heeft aangegaan ter financiering van de aankoop van deze Immobel aandelen;
- het ontvangst door Immobel van de nodige opheffingen van voorwaarden (waivers) van haar banken in het kader van haar huidige financieringsvoorwaarden (annex II);
- indien de voltooiing van de fusie na 30 juni 2016 plaatsvindt, dient Allfin Group een addendum te ontvangen van de aan haar toegekende fiscale ruling;
- dat er geen lopende of dreigende vorderingen of procedures door of voor en rechtbank of andere overheidsinstantie of – agentschap die gericht zijn op het beletten, het verbieden of het ongeldig laten verklaren van de voorgenomen fusie.

4. Omschrijving van het netto-actief van de overnemende en de overgenomen vennootschappen

De raden van bestuur van de overnemende vennootschap (Immobel) en van de overgenomen vennootschap (Allfin Group) hebben de financiële staten per 31 december 2015 aangewend teneinde te kunnen overgaan tot de waardbepaling van de vennootschappen.

Er werden geen boekhoudkundige correcties aangebracht om de vergelijkbaarheid van de cijfers te waarborgen aangezien er geen significante verschillen bestaan in waarderingsregels met betrekking tot de geconsolideerde jaarrekening opgesteld overeenkomstig de International Financial Reporting Standards zoals goedgekeurd door de Europese Unie. De statutaire jaarrekeningen worden opgemaakt in overeenstemming met de Belgian General Accepted Accounting Principles (BE GAAP). Het belangrijkste verschil in waarderingsregels tussen beide ondernemingen is verbonden met residentiële projecten waar Immobel de “percentage of completion” methode toepast terwijl Allfin Group de “completed contract” methode toepast.

Hierna volgt een samenvatting van de activa en de passiva per 31 december 2015 van de twee bij deze fusie betrokken ondernemingen. Alle bedragen zijn in EUR tenzij anders vermeld.

4.1. Omschrijving van het netto-actief van de overnemende vennootschap (Immobel)

4.1.1. Statutaire jaarrekening (Belgian GAAP)

Op basis van de statutaire enkelvoudige jaarrekening per 31 december 2015, opgesteld in overeenstemming met het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel Belgian Generally Accepted Accounting Principles, is het netto-actief van Immobel per 31 december 2015 als volgt samengesteld (jaarrekening per 31 december 2015, op 24 maart 2016 door de raad van bestuur goedgekeurd maar nog onder voorbehoud van goedkeuring door de algemene vergadering):

Activa (in EUR)	31 december 2015
Oprichtingskosten	761 023
Immateriële vaste activa	167 786
Materiële vaste activa	945 060
Financiële vaste activa	97 362 697
Vorderingen op meer dan één jaar	0
Vorraden en bestellingen in uitvoering	133 742 048
Vorderingen op ten hoogste één jaar	173 028 138
Liquide middelen	10 828 417
Overlopende rekeningen	5 304 990
Totaal	422 140 159

Passiva (in EUR)	31 december 2015
Kapitaal en reserves	207 452 540
Voorzieningen voor risico's en kosten	3 166 147
Schulden op meer dan één jaar	131 809 000
Schulden op ten hoogste één jaar	71 921 553
Overlopende rekeningen	7 790 919
Totaal	422 140 159

Als commissaris van Immobel hebben we een verklaring zonder voorbehoud afgeleverd over de statutaire jaarrekening van Immobel.

De vaste activa van de onderneming per 31 december 2015 bestaan voornamelijk uit financiële vaste activa voor 97.362.697 EUR gerelateerd met de investeringen in verbonden ondernemingen alsook uit vorderingen op deze verbonden ondernemingen.

De vlottende activa bestaan voornamelijk uit vorderingen voor een bedrag van 173.028.138 EUR, met inbegrip van handelsvorderingen voor 3.957.800 EUR en overige vorderingen voor 169.070.338 EUR.

De voorraden en bestellingen in uitvoering bestaan uit terreinen en gebouwen verworven voor ontwikkeling en wederverkoop.

Aan de passiefzijde, bedraagt het eigen vermogen 207.452.540 EUR per 31 december 2015.

Schulden op meer dan één jaar bedragen 131.809.000 EUR en bestaan voornamelijk uit (i) een obligatielening van 60.000.000 EUR met vervaldatum in 2018, (ii) een revolving kredietlijn voor 40.000.000 EUR ter financiering van de activiteit verkavelingen, (iii) het gebruik van een kredietlijn voor een bedrag van 25.000.000 EUR, (iv) een projectgebonden kredietfaciliteit voor 5.300.000 EUR en (v) overige langlopende schulden voor 1.509.000 EUR.

Schulden op ten hoogste één jaar omvatten voornamelijk het kortlopende deel van langlopende schulden (40.000.000 EUR voor de obligatielening met vervaldatum in 2016), handelsschulden (14.736.253 EUR), ontvangen voorschotten voor bestellingen in uitvoering (11.896.168 EUR) en overlopende passiva (7.790.919 EUR).

4.1.2. Geconsolideerde jaarrekening (IFRS)

Op basis van de geconsolideerde jaarrekening per 31 december 2015, opgesteld in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie en met de wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften in België, is het netto-actief van Immobel per 31 december 2015 als volgt samengesteld (jaarrekening per 31 december 2015, gedgekeurd op 24 maart 2016 door de raad van bestuur):

Activa (in KEUR)	31 december 2015
VASTE ACTIVA	67 538
Immateriële vaste activa	169
Materiële vaste activa	730
Vastgoedbeleggingen	2 829
Deelnemingen in joint ventures en geassocieerde ondernemingen	63 373
Uitgestelde belastingvorderingen	186
Overige vaste activa	251
VLOTTENDE ACTIVA	379 607
Voorraden	334 541
Handelsvorderingen	6 037
Fiscale vorderingen	178
Overige vlottende activa	21 899
Geldmiddelen en kasequivalenten	16 952
Totaal	447 145

Passiva (in KEUR)	31 december 2015
TOTAAL EIGEN VERMOGEN	194 358
Kapitaal	60 302
Over te dragen resultaten	133 596
Reserves	477
Minderheidsbelangen	-17
LANGLOPENDE VERPLICHTINGEN	145 534
Pensioenen en soortgelijke verplichtingen	264
Voorzieningen	4
Financiële schulden	143 757
Handelsschulden	1 509
KORTLOPENDE VERPLICHTINGEN	107 253
Voorzieningen	3 728
Financiële schulden	62 267
Handelsschulden	18 894
Fiscale schulden	163
Afgeleide financiële instrumenten	140
Overige kortlopende passiva	22 061
Totaal	447 145

Als commissaris van Immobel hebben we een verslag uitgeven met een oordeel zonder voorbehoud over de geconsolideerde jaarrekening van Immobel.

De vaste activa bestaan voornamelijk uit vastgoedbeleggingen (2.829 KEUR) en deelnemingen in joint ventures en geassocieerde ondernemingen (63.373 KEUR). Conform IFRS 11, zijn de joint ventures activiteiten opgenomen met toepassing van de vermogensmutatiemethode.

De vlottende activa bestaan hoofdzakelijk uit voorraden (334.541 KEUR). Ze bestaan uit terreinen en gebouwen verworven voor ontwikkeling en wederverkoop.

Het totaal eigen vermogen op 31 december 2015 bedraagt tot 194,4 MEUR.

Financiële schulden bedragen 206 MEUR en bestaan voornamelijk uit (i) een obligatielening van 100 MEUR, (ii) 25 MEUR opgenomen financiering op een kredietlijn van 60 MEUR, (iii) 79 MEUR gebruik van de bankkredietlijnen, specifiek gekoppeld aan de verkavelingsactiviteit en aan bepaalde ontwikkelingsprojecten.

Vlottende niet-financiële verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit handelsschulden (18,9 MEUR), voorschotten ontvangen van klanten (11,9 MEUR) en ontvangen voorschotten van joint ventures en geassocieerde ondernemingen (6,2 MEUR).

4.2. Omschrijving van het netto-actief van de overgenomen vennootschap (Allfin Group)

4.2.1. Statutaire jaarrekening (Belgian GAAP)

Op basis van de statutaire enkelvoudige jaarrekening per 31 december 2015, opgesteld in overeenstemming met het in België van toepassing zijnde boekhoudkundig referentiestelsel, is het netto-actief van Allfin Group per 31 december 2015 als volgt samengesteld (jaarrekening per 31 december 2015, op 21 maart 2016 door de raad van bestuur goedgekeurd maar nog onder voorbehoud van goedkeuring door de algemene vergadering):

Activa (in EUR)	31 december 2015
Oprichtingskosten	318 603
Immateriële vaste activa	23 213
Materiële vaste activa	39 885
Financiële vaste activa	189 482 144
Vorderingen op meer dan één jaar	26 298 797
Vorraden en bestellingen in uitvoering	0
Vorderingen op ten hoogste één jaar	6 472 002
Liquide middelen	25 146 390
Overlopende rekeningen	785 174
Totaal	248 566 209

Passiva (in EUR)	31 december 2015
Kapitaal en reserves	100 484 744
Voorzieningen voor risico's en kosten	0
Schulden op meer dan één jaar	125 068 862
Schulden op ten hoogste één jaar	21 688 842
Overlopende rekeningen	1 323 761
Totaal	248 566 209

De commissaris van Allfin Group, VGD Bedrijfsrevisoren BV ovve CVBA vertegenwoordigd door Peter Bruggeman, heeft een verklaring zonder voorbehoud afgeleverd over de statutaire jaarrekening van Allfin Group.

De vaste activa van de onderneming per 31 december 2015 bestaan voornamelijk uit financiële vaste activa voor 189.482.144 EUR en zijn gerelateerd aan investeringen in verbonden ondernemingen alsook aan vorderingen op deze dochterondernemingen. De financiële vaste activa omvatten een 29,85% deelneming in de aandelen van Immobel ter waarde van 55.000.000 EUR.

De vlottende activa bestaan hoofdzakelijk uit vorderingen op meer dan 1 jaar voor een bedrag van 26.298.797 EUR en vorderingen op ten hoogste 1 jaar en liquide middelen voor een bedrag van 25.146.390 EUR.

Aan de passiefzijde, bedraagt het eigen vermogen 100.484.744 EUR per 31 december 2015.

Schulden op meer dan één jaar bedragen 125.068.862 EUR en bestaan voornamelijk uit (i) een obligatielening van 35.650.000 EUR, (ii) een roll-over krediet voor 55.000.000 EUR ter financiering van de aangehouden Immobel aandelen (29,85%) en (iii) lange termijn intra-group leningen voor 39.728.737 EUR.

Na de voorgenomen “carve-out” van een aantal activa en passiva die niet tot de kernactiviteiten van de onderneming behoren en de filialen die het Belview project bevatten, een transactie die voorafgaand aan de voorgenomen fusie dient afgewikkeld te zijn, kunnen de overblijvende activa en passiva, gebaseerd op de statutaire financiële staten per 31 december 2015, als volgt worden voorgesteld:

Activa (in KEUR)	31 december 2015 jaarrekening	Carve-out	Pre-fusie dividend	Terugbetaling LT - schuld	31 december 2015 na carve out
Oprichtingskosten	318 603	-	-		318 603
Immateriële vaste activa	23 213	-	-		23 213
Materiële vaste activa	39 885	-	-		39 885
Financiële vaste activa	189 482 144	-15 097 033	-		174 385 111
Vorderingen op meer dan één jaar	26 298 797	-1	-		26 298 796
Vorderingen op ten hoogste één jaar	6 472 002	-	-		6 472 002
Liquide middelen	25 146 390	20 579 845	-13 325 731	-28 855 374	3 545 130
Overlopende rekeningen	785 174	-	-		785 174
Totaal	248 566 209	5 482 811	-13 325 731	- 28 855 374	211 867 915

Passiva (in EUR)	31 december 2015 jaarrekening	Carve-out	Pre-fusie dividend	Terugbetaling LT - schuld	31 december 2015 na carve out
Kapitaal en reserves	100 484 744	5 444 453	-13 325 731		92 603 466
Voorzieningen voor risico's en kosten	-	-	-		-
Schulden op meer dan één jaar	125 068 862	-	-	-28 855 374	96 213 488
Schulden op ten hoogste één jaar	21 688 842	38 358	-		21 727 200
Overlopende rekeningen	1 323 761	-	-		1 323 761
Totaal	248 566 209	5 482 811	-13 325 731	-28 855 374	211 867 915

De activa en passiva die opgenomen worden in de carve-out op het niveau van de statutaire jaarrekening van Allfin Group hebben voornamelijk betrekking op de aandelen aangehouden in North Surf Bay en in Vemaco NV voor een totale netto boekwaarde van 15.097 KEUR en welke vergoed worden in liquide middelen voor een bedrag van 20.579 KEUR. Zoals vastgelegd in de fusieovereenkomst tussen partijen wordt een pre-fusie dividend toegekend aan de aandeelhouders van Allfin group voor een bedrag van 13.326 KEUR en word de lange termijn schuld netto verminderd met 28.855 KEUR. Gelieve te noteren dat de lange termijn schuld op het niveau van Allfin Group wordt terugbetaald, terwijl een deel van de geldstromen resulterend uit de carve-out ontvangen wordt in dochterondernemingen van Allfin Group.

4.2.2. Geconsolideerde jaarrekening (IFRS)

Op basis van de geconsolideerde jaarrekening per 31 december 2015, opgesteld in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie en met de wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften in België, is het netto-actief van Allfin Group per 31 december 2015 als volgt samengesteld (jaarrekening per 31 december 2015, op 21 maart 2016 door de raad van bestuur goedgekeurd):

Activa (KEUR)	31 december 2015
<i>VASTE ACTIVA</i>	<i>108 165</i>
Immateriële vaste activa	25
Materiële vaste activa	296
Vastgoedbeleggingen	2 715
Deelnemingen in joint ventures en geassocieerde ondernemingen	66 122
Overige lange termijn financiële activa	28 328
Uitgestelde belastingvorderingen	1 531
Overige vaste activa	9 149
<i>VLOTTENDE ACTIVA</i>	<i>283 186</i>
Vorraden	175 414
Handelsvorderingen	6 712
Fiscale vorderingen	2 455
Overige vorderingen	1 648
Overige vlottende financiële activa	5 730
Liquide middelen	86 687
Overige kortlopende activa	4 541
Totaal	391 351

Passiva (KEUR)	31 december 2015
<i>TOTAAL EIGEN VERMOGEN</i>	<i>165 486</i>
Kapitaal	37 074
Reserves	119 237
Omrekeningsverschillen	56
Minderheidsbelangen	9 119
<i>LANGLOPENDE VERPLICHTINGEN</i>	<i>160 547</i>
Voorzieningen	52
Uitgestelde belasting latenties	6 702
Financiële schulden	152 191
Financiële instrumenten	1 570
Overige lange termijn schulden	31
<i>KORTLOPENDE VERPLICHTINGEN</i>	<i>65 318</i>
Financiële schulden	26 560
Financiële instrumenten	88
Handelsschulden	14 319
Fiscale schulden	10 860
Overige kortlopende schulden	4 989
Overige kortlopende passiva	8 501
Totaal	391 351

De commissaris van Allfin Group, VGD Bedrijfsrevisoren BV ovve CVBA vertegenwoordigd door Peter Bruggeman, heeft een verklaring zonder voorbehoud afgeleverd over de geconsolideerde jaarrekening van Allfin Group.

De vaste activa bestaan voornamelijk uit vastgoedbeleggingen (2.715 KEUR) en deelnemingen in joint ventures en geassocieerde ondernemingen (66.122 KEUR). Conform IFRS 11, werden de joint ventures activiteiten opgenomen met toepassing van de vermogensmutatiemethode.

De vlottende activa (283.186 KEUR) bestaan hoofdzakelijk uit voorraden (175.414 KEUR) en liquide middelen. De voorraden bestaan uit terreinen en gebouwen verworven voor ontwikkeling en wederverkoop.

Het totale eigen vermogen op 31 December 2015 bedraagt tot 165 MEUR.

Financiële schulden bedragen 152 MEUR en bestaan voornamelijk uit gebruik van de bankkredietlijnen, specifiek gekoppeld aan bepaalde ontwikkelingsprojecten (116 MEUR) en een obligatielening van 35 MEUR.

Kortlopende verplichtingen (65 MEUR) bestaan voornamelijk uit financiële schulden (26,6 MEUR), handelsschulden (14,3 MEUR) en te betalen belastingschulden (11 MEUR).

Voorafgaand aan de voorgenomen fusie zal Allfin Group een aantal activa en passiva die niet tot haar kernactiviteiten behoren en de filialen die het Belview project bevatten verkopen (de carve-out). De vennootschap zal, zoals bepaald in de fusieovereenkomst, hiervoor als volgt geldmiddelen ontvangen voor een bedrag van 42.181.104,38 EUR:

Carve-Out	(in EUR)
Belview project	2 341 481,97
Bowery	19 181 975,00
Vemaco (*)	15 971 154,93
Laios	1,00
North Surf Bay	4 576 491,48
Range Rover	35 000,00
Aston Martin	75 000,00
Total waarde van de carve-out	42 181 104,38
(*) gebaseerd op een weerhouden waarde voor Allfin Group van 286.500.000 EUR	

Het Belview project wordt aangehouden door twee dochterondernemingen Belford Finance SARL en Bayside Finance SARL. De boekwaarde van deze beide deelnemingen bedraagt 2,3 MEUR welke ook de weerhouden waarde is in de carve-out. De waarde van de dochteronderneming Bowery Investment SA werd evenzeer bepaald op basis van haar boekwaarde en bedraagt 19,2 MEUR. Vemaco NV is eigenaar van 3 vaste activa (één loft en 2 handelspanden) en 900 aandelen (of 4,95%) van Allfin Group Com VA. Vemaco's waarde werd bepaald op basis van haar boekwaarde en bedraagt 15,97 MEUR. Daarnaast bevat de carve-out een 100% deelneming die Allfin Group aanhoudt in Laios Luxemburg en een 4,8% deelneming in North Bay Surf Club Real Estate Investment Company, LLC (4,6 MEUR). Gezien Laios een negatieve eigen vermogenswaarde heeft, worden haar aandelen overgedragen aan boekwaarde, zijnde 1 EUR. Naast bovenstaande aandelen worden ook een aantal andere activa verkocht, met name een wagen Range Rover en een wagen Aston Martin die aangehouden zijn door respectievelijk Allfin Group and Allfin Lux SA. Beide wagens zijn volledig afgeschreven en worden verkocht aan de waarde zoals ingeschat door een onafhankelijke dealer. Hun weerhouden waarden zijn respectievelijk 35 KEUR en 75 KEUR.

Volgend op de carve-out zal een pre-fusie dividend worden uitgekeerd voor een bedrag van 13.325.730,51 EUR aan de aandeelhouders van Allfin Group. De overige ontvangen liquide middelen, 28.855.373,87 EUR zullen worden aangewend om de schuld gekoppeld aan de Immobel aandelen terug te betalen. Allfin Group heeft de aankoop van de Immobel aandelen gefinancierd via een financiële schuld aangegaan bij BNP Paribas voor een totaal bedrag van 55 MEUR. Vooraleer de voorgenomen fusie zal doorgevoerd worden zal deze schuld volledig terugbetaald worden door enerzijds het aanwenden van de verkregen liquide middelen uit de carve-out en anderzijds door opname van beschikbare bedrijfskredietlijnen. In dit kader zal dan ook het pand op de aandelen vrijgegeven worden.

Na de voorgenomen “carve-out” van een aantal activa en passiva die niet tot de kernactiviteiten van de onderneming behoren en de filialen die het Belview project bevatten, een transactie die voorafgaand aan de voorgenomen fusie dient afgewikkeld te zijn, kunnen de overblijvende activa en passiva, gebaseerd op de geconsolideerde financiële staten per 31 december 2015, opgesteld in overeenstemming met International Financial Reporting Standards zoals aanvaard binnen de Europese Unie en met de wettelijke en bestuursrechtelijke voorschriften in België, als volgt worden voorgesteld:

Activa (in KEUR)	31 december 2015 Jaarrekening	Carve-out	Pre-fusie dividend and terugbetaling van de LT schuld	31 december 2015 na carve- out
VASTE ACTIVA	108 165	-7 325		100 840
Immateriële vaste activa	25	-2		23
Materiële vaste activa	296	-		296
Vastgoedbeleggingen	2 715	-2 715		-
Deelnemingen in joint ventures en geassocieerde ondernemingen	66 122	-4 606		61 516
Overige lange termijn financiële activa	28 328	-2		28 326
Uitgestelde belastingvorderingen	1 531	-		1 531
Overige vaste activa	9 149	-		9 149
VLOTTENDE ACTIVA	283 186	15 293	-42 181	256 293
Voorraden	175 414	-16 764		158 650
Handelsvorderingen	6 712	-1 065		5 645
Fiscale vorderingen	2 455	-101		2 353
Overige vorderingen	1 648	-353		1 294
Overige vlottende financiële activa	5 730	-		5 730
Liquide middelen	86 687	33 575	-42 181	78 084
Overige kortlopende activa	4 541			4 541
Totaal	391 351	7 964	-42 181	357 133

Passiva (in KEUR)	31 december 2015 jaarrekening	Dividend per jaareind	Carve-out	Pre-fusie dividend en terugbetaling LT schuld	31 december 2015 na carve out
TOTAAL EIGEN VERMOGEN	165 486	-16 000	11 765	-13 326	147 924
Kapitaal	37 074				37 074
Reserves	119 237	-16 000	13 326	-13 326	103 237
Omrekeningsverschillen	56				56
Minderheidsbelangen	9 119		-1 561		7 558
LANGLOPENDE VERPLICHTINGEN	160 547		-610	-28 855	131 081
Voorzieningen	52		-52		-
Uitgestelde belastingslatenties	6 702		-468		6 234
Financiële schulden	152 191		-90	-28 855	123 246
Financiële instrumenten	1 570				1 570
Overige lange termijn schulden	31				31
KORTLOPENDE VERPLICHTINGEN	65 318	16 000	-3 192	0	78 127
Financiële schulden	26 560		-77		26 483
Financiële instrumenten	88				88
Handelsschulden	14 319		-665		13 654
Fiscale schulden	10 860		-2 448		8 413
Overige kortlopende schulden	4 989	16 000	-2		20 987
Overige kortlopende passiva	8 501				8 501
Totaal	391 351	0	7 963	-42 181	357 133

De hierboven weergegeven carve-out balans toont het effect van de carve-out op de balans per 31 December 2015 van:

- de vermindering van het eigen vermogen door de aftrek van het uit te betalen dividend (16.000 KEUR) over het boekjaar 2015 en uit te betalen aan de aandeelhouders van Allfin Group voor de fusie en opgenomen als overige kortlopende schuld;
- het impact op de balans van de verkoop van de activa zoals opgenomen in de fusie overeenkomst. Deze verkoop heeft een positieve impact op het eigen vermogen voor een bedrag van 13.326 KEUR maar wordt onmiddellijk gecompenseerd door het pre-fusie dividend voor eenzelfde bedrag en een daling van de minderheidsbelangen voor een bedrag van 1.561 KEUR.

Overzicht van de voorziene carve-out en het eraan gekoppeld pre-fusie dividend (in KEUR):

Te ontvangen geldmiddelen	42.181	
Netto kasmiddelen getransfereerd als deel van de carve out	<u>(8.518)</u>	
Net cash proceeds	33.663	
Boekwaarde van de verkochte netto activa (exclusief de netto kasmiddelen)		(21.899)
Minderheidsbelangen van de verkochte activa		1.561
Boekwaarde van de verkochte netto activa na minderheidsbelangen		<u>(20.338)</u>
Winst op de carve out		13.326
Afgesproken pre-fusie dividend aan de aandeelhouders van Allfin Group		(13.326)

- Terugbetaling van financiële schuld als gevolg van de carve-out transactie voor een bedrag van 28.855 KEUR.

5. Toegepaste waarderingsmethodes

5.1. Beschrijving van de waarderingsmethodes

Teneinde de ruilverhouding vast te stellen, werden door de raden van bestuur van Immobel en Allfin Group de hieronder beschreven waarderingsmethodes in beschouwing genomen om de waarde te bepalen van beide ondernemingen. De waarderingsmethoden zijn hieronder beschreven.

De ruilverhouding en de voorwaarden en garanties werden bepaald via negotiaties tussen enerzijds het comité van onafhankelijke bestuurders van Immobel en anderzijds het management en de zaakvoerder van Allfin Group. Gedurende deze negotiaties werd het management van Allfin Group bijgestaan en geadviseerd door Allen & Overy LLP en ING. Het comité van onafhankelijke bestuurders en het management van Immobel werd bijgestaan en geadviseerd door Linklaters LLP en BNP Paribas. KBC Securities heeft als onafhankelijk expert opgetreden voor het comité van onafhankelijke bestuurders van Immobel. PwC heeft opgetreden als facilitator waarbij ze het management van beide vennootschappen heeft bijgestaan in de ontwikkeling van een gemeenschappelijke methodologie voor de opmaak van de haalbaarheidstudies ("feasibility studies") voor alle vastgoedprojecten in portfolio. Op basis van deze feasibility studies werden vervolgens geconsolideerd business plannen opgemaakt welke de basis vormen voor de waardering van de respectieve ondernemingen. PwC heeft ook ingestaan voor de opmaak van de vendor assist rapporten voor beide ondernemingen. De uit de feasibility studies afgeleide business plannen zijn niet onderworpen geweest aan een onafhankelijk nazicht, noch door KBC Securities noch door BNP Paribas. Beide experts zijn in hun waarderingsoefening ervan uit gegaan dat de kasstroomprojecties, afgeleid uit de business plannen, opgemaakt werden op basis van de op vandaag best mogelijke beschikbare inschattingen en beoordelingen voor wat betreft de toekomstige operationele en financiële performantie van beide vennootschappen en hun respectieve dochterondernemingen.

De haalbaarheidstudies ("feasibility studies") werden opgemaakt door het management van de respectieve vennootschappen op basis van de projecten per 31 december 2015 en houden rekening met alle gekende elementen en evoluties tot einde maart 2016. Op datum van dit verslag zijn er geen nieuwe projecten gecontracteerd die niet gereflecteerd zijn in de feasibility studies die de business plannen onderbouwen. De business plannen en de onderliggende feasibility studies werden gevalideerd door de respectieve management teams en raden van bestuur van beide vennootschappen. De risico inschatting per project werd onderworpen aan een kruisvalidatie (cross-validation) door de respectieve raden van bestuur en management teams.

5.1.1. Methode 1: Discounted cash flow method (or DCF)

De DCF methode bepaalt de waarde van een bedrijf op basis van de kasstromen die het bedrijf in de toekomst kan genereren. Dergelijke kasstromen zijn verdisconteerd tegen een verdisconteringsvoet (de kost van het kapitaal of WACC) die de tijdswaarde van het geld en de risico's verbonden aan de kasstromen weerspiegelt.

In het kader van deze transactie, is de DCF methode gebaseerd op de business plannen opgesteld door de respectieve management teams. De management teams van zowel Immobel als Allfin Group hebben haalbaarheids-studies en een business plan opgesteld op basis van een gemeenschappelijke methode. Deze business plannen bevatten een afloop van financiële prognoses per project voor de periode 2016 – 2029, die voor bestaande en geplande projecten de volledige cyclus weergeven van investering tot verkoop van het vastgoed. Per individueel project, werd elke geïdentificeerde cash flow verdisconteerd aan een project specifieke kost van het kapitaal / WACC. Deze WACC's werden berekend op basis van volgende componenten:

- een risicovrije rentevoet en een risicopremie op basis van externe en markt informatie;
- een beta coëfficiënt berekend voor de verschillende types van business;
- een risicopremie specifiek voor een bepaald land berekend op basis van een multi-criteria analyse voor elk land afzonderlijk (België, Polen en Luxemburg);

- een risicopremie in functie van de ontwikkeling van projecten is opgenomen in de berekening van de eigen vermogen's kost om de vooruitgang en de voltooiing van de verschillende stadia te incorporeren. Bij de berekening van deze premie, werd er rekening gehouden met het type van het project, geografische plaats en de uitvoering op basis van het businessplan en het risico profiel overeengekomen en goedgekeurd door de raad van bestuur en het management van Allfin Group en Immobel;
- De kost van de schuld (op basis van het kredietrisico van Allfin Group en Immobel)
- De beoogde schuld/eigen vermogen ratio gebaseerd op de sector schuldgraad (gearing).

De algemene kosten werden per project toegewezen zodoende men de WACC per project kon bepalen of werden toegekend aan de gewogen gemiddelde WACC van de vastgoedprojecten.

Om de eigen vermogen's waarde te bepalen, wordt het aangepaste netto financiële schuld afgetrokken van de bekomen bedrijfswaarde. De netto financiële schuld wordt voornamelijk samengesteld uit de volgende elementen:

- Financiële schuld
- + Overtollige cash
- + Financiële participaties
- +/- Niet-operationele activa/passiva

5.1.2. Methode 2: Multiples method

De multiples methode geeft de waarde van een bedrijf weer op basis van hetzij een vergelijking van de waardering van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen of op basis van een analyse van de statistieken afkomstig van eerdere transacties in de sector. Na het identificeren en selecteren van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen of transacties, worden hun zakelijke en financiële kenmerken geanalyseerd op relatieve gelijkenissen. De multiples worden vervolgens toegepast op de operationele resultaten om zo de waarde te schatten van een niet-publiek verhandelde onderneming.

5.1.3. Methode 3: Net Asset Value (or NAV) method

De gebruikte intrinsieke waarde in onderstaande tabel is gelijk aan de boekwaarde van de vastgoedprojecten van de entiteit verminderd met de netto financiële schuld. Het bevat geen andere elementen van het werkkapitaal, andere activa of passiva en daardoor komt dit niet overeen met het eigen vermogen volgens IFRS.

We nemen in onderstaande tabel, de intrinsieke waarde op van het eigen vermogen voor beide ondernemingen onder IFRS (voor Allfin na carve-out en na pre-fusie dividend)

5.1.4. Methode 4: Makelaars perceptie

Deze waarderingsmethode is gebaseerd op de richtprijs bepaald door makelaars.

5.1.5. Methode 5: Voorgaande transacties

Deze waarderingsmethode is gebaseerd op voorgaande transacties op aandelen.

5.2. Waarderingsvork

De hierboven beschreven waarderingsmethodes leiden tot een waarderingsvork en mediaan voor beide vennootschappen die als volgt kan worden voorgesteld:

In KEUR	Immobel			Allfin Group		
Methode	Laag	Mediaan	Hoog	Laag	Mediaan	Hoog
Methode 1: DCF	190 000	201 400	213 000	279 000	287 000	296 000
Methode 2: Multiples	Resultaten leiden niet tot een waardering					
Methode 3: NAV		209 200			119 200	
Methode 4: Brokers's perception		206 100		Niet van toepassing		
Methode 5: Voorgaande transacties		184 000		Niet van toepassing		
Referentiewaarde: 30-daags gemiddelde van de beurskoers		168 000		Niet van toepassing		
Referentiewaarde: IFRS gerapporteerde eigen vermogen per 31/12/2015 (na de pre-fusie dividend en carve-out Allfin)		194 358		147.924		

Referentiewaarden worden weergegeven teneinde als referentie gebruikt te worden ten opzicht van de gebruikte waarderingsmethodes:

- 30-daags gemiddelde van de beurskoers van het aandeel: in deze methode wordt de gemiddelde waarde van de beurskoers van de aandelen gedurende 30 dagen voorafgaand aan de datum waarop de koers van het aandeel werd bepaald.
- Vermogenswaarde zoals gerapporteerd in de geconsolideerde IFRS financiële staten per 31/12/2015 van beide bedrijven, gecorrigeerd voor de impact van de carve-out van Allfin Group en na pre-fusie dividend, op basis van de IFRS jaarrekening per 31 december 2015.

De raad van bestuur heeft de DCF-methode behouden als de enige relevante methodologie om de overnamewaarde te bepalen. Deze methode werd beschouwd als de meest accurate en relevante waarderingsmethode voor de waardering van Immobel en Allfin Group. Rekening houdend met de hierboven weergegeven waarderingsvork zijn we het eens met deze benadering.

Op basis van de gewogen gemiddelde kostprijs van het kapitaal van 6,3 % tot 7,5 % en 6,0 % tot 7,2 %, de gewogen gemiddelde kapitaalskost voor respectievelijk Immobel en Allfin Group, leidt de verdisconteerde kasstromen methode tot het volgende waarderingsvork:

Immobel: van 190.000.000 EUR tot 213.000.000 EUR

Allfin Group: van 279.000.000 EUR tot 296.000.000 EUR

De samengestelde WACC wordt weergegeven door het wegen van de verschillende WACC's per project op de geprojecteerde kasstromen.

De multiples waarderingsmethode werd niet weerhouden omdat het eigen is aan vastgoedontwikkelaars dat ze zeer volatiele financiële resultaten vertonen. Daardoor is een correcte toepassing van deze waarderingsmethode moeilijk. Dit komt doordat financiële KPI's (zoals omzet, bruto marge en EBITDA) sterk afhankelijk zijn van projecten die op een bepaald moment worden gerealiseerd. Ook bleek het zeer complex om relevante vergelijkbare ondernemingen te vinden voor zowel Allfin Group als voor Immobel. Daarenboven is Immobel zelf één van de weinig beursgenoteerde referentiepunten.

Alhoewel de NAV waarderingsmethode op grote schaal wordt gebruikt binnen de vastgoed sector, is het minder geschikt voor project ontwikkelaars. Een groot deel van de waarde van de fuserende ondernemingen is afhankelijk van hun lange-termijn projecten.

De NAV biedt inherent een statische weergave van een bedrijf en houdt geen rekening met eventuele verschillen in de gecontracteerde, nog niet gerealiseerde projecten. Beide fusierende ondernemingen waren het erover eens dat de waardering moet gebaseerd zijn op bestaande projecten inclusief lange-termijn gecontracteerde of vastgelegde projecten (met name de projecten onder ontwikkeling en de te ontwikkelen projecten die opgenomen werden in het business plan en rekening houdend met een run-off scenario). Aldus werd de NAV waarderingsmethode niet weerhouden.

Door het beperkt aantal analisten die Immobel actief volgen, werd de makelaars perceptie methode louter indicatief weergegeven.

Vanwege het gebrek aan vergelijkbare voorgaande transacties in termen van omvang en timing, en in termen van economische cyclus, werd de waarderingsmethode op basis van voorgaande transacties louter indicatief gebruikt.

Doordat Allfin Group niet beurgenoteerd is, werden enkel de cash flow methode, multiples methode en de net asset value methode overwogen voor de waardering van de Allfin Group.

5.3. Bepaling van de waardering

Op basis van de gemeenschappelijke methodologie en parameters, het gealigneerde business plan, de due diligences en de haalbaarheidsstudies (feasibility studies) per project werd de eigen vermogenswaarde van Immobel bepaald op basis van de eerder vermelde waarderungen en op basis van de negotiaties tussen het comité van onafhankelijke bestuurders van Immobel en de statutaire zaakvoerder van Allfin Group op 201.000.000 EUR (wat overeenstemt met een premie van 18,7% ten opzicht van de gemiddelde beurskoers over de 30 dagen periode eindigend op 6 april 2016 – datum van de aankondiging van de intentie tot fusie) en de eigen vermogenswaarde van de Allfin Group (inclusief de 29,85% aandelen aangehouden in Immobel) op 286.500.000 EUR.

De hierboven weerhouden waardes vallen binnen de waarderingsvork en benaderen de mediaan zoals weergegeven door de betrokken experts. De weerhouden waardes houden rekening met de representaties en garanties gegeven door beide partijen in de fusieovereenkomst ("Merger Agreement") gedateerd op 18 april 2016.

5.4. Uitgevoerde controles

Bij de uitoefening van deze opdracht hebben wij ons onder meer gesteund op onze werkzaamheden naar aanleiding van de jaarrekeningen afgesloten op 31 december 2015 voor beide Immobel en Allfin Group en op de commissaris-verslagen over de respectievelijke jaarrekeningen van beide ondernemingen. Voor beide vennootschappen werd een verklaring zonder voorbehoud afgeleverd.

Bij het onderzoek van de toegepaste waarderingsmethoden teneinde de voorgestelde ruilverhouding te beoordelen, hebben de raden van bestuur zich laten bijstaan door externe waarderingsexperten. Het management van Allfin werd bijgestaan en geadviseerd door Allen & Overy LLP and ING. Het comité van onafhankelijke bestuurders en het management van Immobel werden bijgestaan en geadviseerd door Linklaters LLP and BNP Paribas. KBC Securities is opgetreden als onafhankelijk expert voor het comité van onafhankelijke bestuurders. Wij hebben bijzondere aandacht geschonken aan de aanvaardbaarheid van de gebruikte methoden, rekening houdende met de aandeelhoudersstructuur en de activiteiten van de vennootschappen. We hebben een onafhankelijk nazicht gedaan van de haalbaarheidsstudies (feasibility studies) zoals opgemaakt door het management voor een selectie van de vastgoedprojecten. Op basis van een steekproef hebben we de belangrijkste parameters opgenomen in de haalbaarheidsstudies (feasibility studies) nagezien. We hebben ons hierbij voornamelijk gericht op de ingeschatte verkoopwaardes, het commerciële risico, het vergunningsrisico en de bouwcost. Op basis van onze uitgevoerde werkzaamheden hebben wij geen parameters geïdentificeerd die fundamenteel afwijken van de huidige marktpraktijk en de huidige marktgegevens.

Wij hebben eveneens de bevindingen die uit de verschillende due diligences, uitgevoerd door beide partijen op juridisch, fiscaal en financieel vlak, in acht genomen tijdens onze uitgevoerde controles.

In de gegeven omstandigheden zijn wij van oordeel dat de methoden die voor de waardering van de vennootschappen en de vaststelling van de ruilverhouding werd aangewend, bedrijfseconomisch verantwoord zijn, in voorliggend geval gepast zijn en correct werden toegepast. De ruilverhouding en weerhouden waarde voor Immobel en Allfin Group door

de raden van bestuur na overleg tussen partijen vallen binnen de waarden bekomen in de verschillende waarderingmethoden aangewend door de raden van bestuur.

We wensen uw aandacht te vestigen op het verschil dat bestaat tussen de weerhouden waarden en het netto actief zoals weergegeven in IFRS geconsolideerd financiële staten per 31 December 2015 voor Immobel (+6.6 MEUR, wat betekent dat de weerhouden waarde het netto actief zoals weergegeven in de IFRS geconsolideerde financiële staten benadert) en voor Allfin Group (+138.6 MEUR, hetgeen betekent dat de weerhouden waarde het netto actief zoals weergegeven in de IFRS geconsolideerde financiële staten substantieel overstijgt).

De netto actief methode werd gebruikt voor referentiedoeleinden omdat het niet de groei perspectieven weergeeft van de onderneming maar enkel de huidige situatie van de vennootschap. In vergelijking met Immobel heeft de Allfin Group een veel grotere portefeuille aan te ontwikkelen projecten versus reeds ontwikkelde projecten.

De weerhouden waarde (DCF waarde) voor Immobel is in lijn met het netto actief zoals weergegeven in de geconsolideerde IFRS financiële staten, terwijl voor Allfin Group deze weerhouden waarde substantieel de netto actief waarde overstijgt. Dit waarderingsverschil illustreert enerzijds het verschil in project portefeuille (gecontracteerde projecten) maar ook het verschil in de aard van de activiteiten en het business model. De business van Allfin Group (voornamelijk residentieel) heeft aanleiding tot minder erkende activa op de balans en wordt gekenmerkt door een hogere winstgevendheid, een snellere verkoop cyclus en een minder kapitaalsintensieve methode van financieren. In vergelijking met Immobel, vertoont de project portfolio van Allfin Group een groter aandeel aan te realiseren projecten versus gerealiseerd of projecten in aanbouw. Vastgoedontwikkeling maakt een groter deel uit van de waarde voor Allfin Group dan dat het voor Immobel's weerhouden waarde uitmaakt.

De weerhouden waarde (DCF waarde) voor Immobel is groter dan de netto actief waarde zoals weergegeven in de geconsolideerde IFRS financiële staten, maar vertoont niet een gelijkaardige premie als deze voor de waardering van Allfin Group. Dit wordt veroorzaakt door de gemiddeld langere tijdshorizon om de projecten op te leveren, gecombineerd met lagere marges en hoger werkkapitaal en financieringsvereisten. Gezien de aard van de activiteiten (kantoren, residentieel en verkavelingen), de huidige portefeuille aan projecten en de status van deze projecten (voornamelijk in aanbouw), exploiteert Immobel voornamelijk activa welke erkend zijn op de balans en dus opgenomen zijn in de netto actief waarde. De verkavelingsactiviteit in het bijzonder vereist een hoge investeringswaarde op de balans met bijzonder hoog werkkapitaal en hoge financieringsnoden. De DCF waardering op de verkavelingsactiviteit leidt tot een waarde die licht lager is dan haar netto boekwaarde. Dit wordt veroorzaakt door de lange verkoop cyclus van deze activiteit gecombineerd met de toegepaste WACC en de allocatie van de operationele kosten die nodig zijn om de verkavelingsactiviteit uit te baten.

De ruilverhouding stoelt op ondernemingswaarden berekend volgens vergelijkbare grondslagen, aangezien de in de verschillende betrokken vennootschappen toegepaste methode dezelfde is of op dezelfde wijze werd toegepast.

6. Bepaling van de ruilverhouding

Zoals uiteengezet in het fusievoorstel, zal de fusie door overneming plaatsvinden door de uitgifte van nieuwe aandelen van Immobel. Deze nieuwe aandelen hebben tot doel de aandelen van de overgenomen onderneming Allfin Group aangehouden door de huidige aandeelhouder, A³ Capital BVBA (na de carve-out), te compenseren.

Op datum van dit rapport is het kapitaal van Allfin Group vertegenwoordigd door 19.618 aandelen, waarvan er geen aangehouden worden door Immobel.

Op datum van dit rapport wordt het maatschappelijk kapitaal van Immobel vertegenwoordigd door 4.121.987 aandelen zonder vermelding van nominale waarde. Het kapitaal is volledig volstort. De fractiewaarde van de bestaande aandelen bedraagt 14,63 EUR per aandeel.

De ruilverhouding, zoals vastgelegd door de raad van bestuur is weergegeven in sectie 2 van het fusievoorstel:

“Als vergoeding voor de overdracht van alle activa en passiva van Allfin aan Immobel, zal elk van de bestaande aandeelhouders van Allfin nieuwe aandelen in Immobel ontvangen op basis van hun respectievelijke huidige aandeelhouderschap in Allfin en de Ruilverhouding van de Fusie zoals hieronder gedefinieerd.”

De ruilverhouding voor de vergoeding van de uit te geven aandelen is gebaseerd op de overeengekomen waardes tussen Immobel en Allfin Group welke gebaseerd is op waarderingsverslagen opgemaakt door de respectieve experts (ING (adviseur voor Allfin Group), BNP Paribas (adviseur voor Immobel) en KBC Securities (onafhankelijk expert voor het comité van onafhankelijke bestuurders van Immobel)). Dit resulteert in een weerhouden waarde voor Immobel van 201.000.000 EUR en een weerhouden waarde voor Allfin Group van 286.500.000 EUR.

IMMOBEL	In EUR
Weerhouden waarde eigen vermogen	201 000 000,00
Aantal aandelen	4 121 987,00
Weerhouden waarde per aandeel	48,76
ALLFIN GROUP	In EUR
Weerhouden waarde eigen vermogen	286 500 000,00
Aantal aandelen	19 618,00
Weerhouden waarde per aandeel	14 603,94

De voorgestelde ruilverhouding voor de fusie is 299 Immobel aandelen voor één Allfin Group aandeel:

$$\frac{14.603,94}{48,76} = 299,4887$$

Binnen het kader van de fusie, en op basis van de hiervoor vermelde waarderings, zal Immobel 5.875.369 nieuwe aandelen uitgeven aan de huidige aandeelhouders van Allfin Group. Dit stemt overeen met 299 fusie aandelen per bestaand Allfin Group aandeel. Als gevolg zal A³ Capital BVBA, welke de entiteit zal zijn die na de voorziene carve out direct of indirect alle aandelen zal aanhouden van Allfin Group, 5.875.556 aandelen aanhouden van 9.997.543 aandelen die de gefusioneerde vennootschap zal hebben, ofwel 58.77% (zonder rekening te houden met de eigen aandelen die Immobel zal aanhouden na de fusie) van het totaal aantal aandelen die Immobel heeft uitgeven. De vergoeding zal enkel bestaan uit aandelen Immobel. Er zal geen opleg zijn in contanten.

De fusie zal leiden tot een kapitaalsverhoging bij Immobel van 37.054.215 EUR om het kapitaal te brengen van 60.302.318 EUR naar 97.257.533 EUR

Na de fusie zal Immobel eigenaar worden van 1.230.398 eigen aandelen (Immobel aandelen die voor de fusie aangehouden werden door Allfin Group). Bijgevolg zal de vennootschap een reserve voor eigen aandelen dienen aan te leggen voor de verworven eigen aandelen op basis van de aanschaffingsprijs.

De voorgenomen transactie kan als volgt worden voorgesteld op basis van de eigen vermogenscomponenten van Allfin Group per 31 December 2015 inclusief het verrekenen van de carve-out en het pre-fusie dividend. Gelieve op te merken dat de definitieve en volledige allocatie van de eigen vermogenscomponenten pas gekend zal zijn op dag van de transactie aangezien de fusie plaats heeft zonder retro-actief effect.

Immobel (in EUR)	Voor de fusie	Impact van de fusie	Eigen aandelen	Na de fusie
Kapitaal	60 302 318	37 054 215		97 257 533
Uitgifte premie				-
Herwaarderingsmeerwaarde				-
Wettelijke reserve	10 028 508	3 000 000		13 028 508
Onbeschikbare reserve	8		55 000 000	55 000 008
Belastingvrije reserves	47 570			47 570
Beschikbare reserves		39 000 000		39 000 000
Overgerdagen winsten	137 074 136	13 549 251	-55 000 000	95 623 387
Totaal	207 452 540	92 603 466	-	300 056 006
Aantal aandelen	4 121 987	5 875 370	1 230 398	9 997 357
Fractie waarde	14,63	6,31		9,74

Zoals omschreven in het ontwerp verslag van de raad van bestuur wordt de opportuniteit van de fusie als volgt gemotiveerd:

- *“Grootte en merk herkenning: de fusie zal de grootste beursgenoteerde vastgoedontwikkelaar creëren in België;*
- *Diversificatie: de fusie zal leiden tot een verhoogde spreiding van de activiteit over verschillende landen aangezien de nieuwe groep actief zal zijn in België, Luxemburg, Polen met een verhoogde spreiding van haar activiteiten (kantoren, residentieel, handelspanden en verkavelingen);*
- *Financieringscapaciteit: De gefuseerde entiteit zal over een sterkere kapitaalstructuur en meer liquide middelen beschikken, alsook wordt verwacht dat de combinatie van expertises nieuwe opportuniteiten zal scheppen om nieuwe landen met een hoger potentieel rendement te betreden (Frankrijk, Spanje en Centraal-Europa)*
- *Operationele kasstroom generatie: een evenwichtigere actieve portfolio zou de nieuwe groep moeten toelaten een stabielere en meer voorspelbare resultaten te genereren;*
- *Winst generatie: operationele, commerciële en financiële synergieën, samengebrachte expertise, schaalvoordelen, kostenoptimalisatie en verhoogde marktaanwezigheid inherent aan een fusie van twee ondernemingen zou moeten leiden tot een grotere efficiëntie en een positief impact hebben op de winstcapaciteit van de nieuwe groep;*
- *Dividend capaciteit en dividend groei: stijgende en stabielere kasstromen en winstgeneratie zou moeten leiden tot een netto resultaatstijging en stabielere dividendstromen, zonder daarbij de financiële middelen te verliezen die noodzakelijk zijn om de verdere groeistrategie te ondersteunen.”*

7. Gebeurtenissen na balansdatum

Op datum van dit verslag hebben er zich sinds 31 december 2015, datum van de financiële staten die als basis werden gebruikt voor het bepalen van de ruilverhouding, geen belangrijke gebeurtenissen voorgedaan die een materiële impact zouden kunnen hebben op de voorgestelde ruilverhouding.

8. Besluit

Op basis van onze controles, uitgevoerd conform de normen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren met betrekking tot de fusie van vennootschappen, verklaren wij hetgeen volgt:

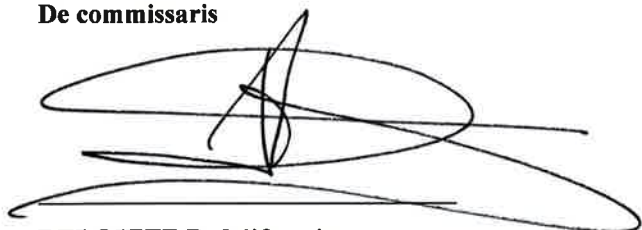
- De ruilverhouding van 5.875.556 nieuwe aandelen van Immobel in ruil voor 19.618 aandelen van Allfin Group is redelijk;
- De door de raad van bestuur weerhouden waarderingsmethode is passend en verantwoord.

We wensen de aandacht te vestigen op het feit dat Allfin Group moet zorgen dat de voorgenomen “carve-out” van de activa en passiva die niet gerelateerd zijn aan de vastgoedontwikkelingen en de filialen die het Belview project aanhouden uitgevoerd is vooraleer de voorgenomen fusie kan plaatsvinden. Daarenboven is voorgenomen fusie onder voorbehoud van het vervullen en of bekomen van volgende voorwaarden vóór de datum van de fusie:

- van de Belgische Mededingingsautoriteit:
 - (i) in navolging van Artikel IV.61, § 1, 2° van het Belgische Wetboek van Economisch Recht, een beslissing te bekomen dat de fusie geen aanleiding heeft tot een concentratie welke valt binnen de toepassing van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht; of
 - (ii) in navolging van Artikel IV.61, §2, 1° and 2° of Artikel IV.63, §3 van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht, een verklaring te bekomen dat de fusie toegelaten is zonder enige voorwaarden of verplichtingen die voor in de fusie betrokken partijen niet redelijkerwijs aanvaardbaar is; of
 - (iii) het niet bekomen van een beslissing binnen de wettelijke termijnen zoals bepaald in het Belgisch Wetboek van Economisch Recht, met als gevolg dat de fusie verklaard wordt toegestaan te zijn in overeenstemming met Artikel IV.61, §2, 3de paragraaf of met Artikel IV.63, §6 van het Belgisch Wetboek van Economisch Recht.
- de goedkeuring van de obligatiehouders van Allfin Group op een algemene vergadering van obligatiehouders ter goedkeuring van de aanpassingen aan de algemene voorwaarden en verplichtingen van de obligatielening uitgegeven door Allfin Group zodat de fusie kan plaatsvinden binnen deze aangepaste voorwaarden en verplichtingen;
- de ontvangst door Allfin Group van de nodige opheffingen van voorwaarden (waivers) van haar banken in het kader van haar huidige financieringsvoorwaarden (annex I);
- de volledige opheffing van het pand toegekend door Allfin Group aan BNP Paribas Fortis op de 1.230.398 Immobel aandelen welke een garantie vormen voor de lening die Allfin Group heeft aangegaan ter financiering van de aankoop van deze Immobel aandelen;
- het ontvangst door Immobel van de nodige opheffingen van voorwaarden (waivers) van haar banken in het kader van haar huidige financieringsvoorwaarden (annex II);
- indien de voltooiing van de fusie na 30 juni 2016 plaatsvindt, dient Allfin Group een addendum te ontvangen van de aan haar toegekende fiscale ruling;
- dat er geen lopende of dreigende vorderingen of procedures door of voor en rechtbank of andere overheidsinstantie of – agentschap die gericht zijn op het beletten, het verbieden of het ongeldig laten verklaren van de voorgenomen fusie.

Gent, 4 mei 2016

De commissaris



DELOITTE Bedrijfsrevisoren
BV o.v.v.e. CVBA
Vertegenwoordigd door Kurt Dehoorne

Annex 1

LIST OF THIRD PARTY CONSENTS AND WAIVERS ALLFIN GROUP

1. Waiver from Belfius Bank NV with regard to the cross-default provisions and the provision prohibiting a merger and a change of control in the secured facilities agreement of EUR 24,457,600 dated 17 December 2014 between Flint Land NV, Flint Construct NV and Belfius Bank NV.
2. Waiver from BNP Paribas Fortis NV with regard to:
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured facilities agreement of 9.154.000 EUR dated 26 August 2014 between Vesalius Construct NV and BNP Paribas Fortis NV;
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over facilities agreement of 57.370.000 EUR dated 6 May 2014 between Lebeau Sablon NV and BNP Paribas Fortis NV ;
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over facilities agreement of 4.850.000 EUR dated 26 August 2014 between Hermes Brown II NV and BNP Paribas Fortis NV;
 - the provisions prohibiting a change of control and a merger and demanding the mandatory prepayment of all outstanding amounts as a result of such merger in the facilities agreement of 55.000.000 EUR dated 19 September 2014 between Allfin Group Comm. VA and BNP Paribas Fortis NV for the financing of the acquisition by Allfin Group Comm. VA of 1,230,398 shares of Immo NV; and
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over credit facility agreement of 10.000.000 EUR dated 11 July 2011 between Allfin Group Comm. VA and BNP Paribas Fortis NV.
3. Waiver from ING Belgium NV with regard to:
 - the provisions prohibiting a merger and a change of control in the EUR 17,284,831 guarantee dated 11 February 2015 issued by ING Belgium NV at Allfin Group Comm. VA's first demand for the benefit of D&W NV; and
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a change of control in the secured roll-over credit facility agreement of 3.335.000 EUR dated 10 February 2015 between Lake Front NV and ING Belgium NV.
4. Waiver from BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV with regard to:
 - the cross-default provisions in the secured revolving credit facilities agreement of 29.404.000 EUR dated 3 October 2014 between BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV and Immo PA 33 1 SA; and
 - (ii) the cross-default provisions in the secured revolving credit facilities agreement of 12.718.000 EUR dated 3 October 2014 between BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV and Immo PA 33 2 SA.
5. Waiver from BNP Paribas Fortis NV and Belfius Bank NV with regard to the cross-default provisions in the secured facilities agreement of EUR 105,988,045 dated 31 July 2013 between Cluster Chambon NV, Chambon NV, Beyaert NV, Boiteux NV, Boiteux Residential NV, Argent Office NV, Argent Residential NV, Montagne Residential NV and BNP Paribas Fortis NV and Belfius Bank NV, as amended on 23 December 2013.

Annex 2

LIST OF THIRD PARTY CONSENTS AND WAIVERS IMMOBEL

1. Waiver from BNP Paribas Fortis SA/NV (BNP) in relation to:

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 85.000.000 EUR facility agreement dated 25 May 2011 (as subsequently amended on 22 April 2013, 27 June 2013 and 23 June 2014) between among others ImmoBel (hereafter, the Company) as Borrower and BNP and ING Belgium NV/SA (ING) as Lenders;
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 93.500.000 EUR facility agreement dated 3 April 2014 between Gateway SA, the Company and Codic Belgique SA as Borrowers and BNP as Lender;
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 50.000.000 EUR revolving credit facility dated 23 July 2012 (as amended on 28 June 2013) between the Company (previously Lotinvest) as Borrower and BNP as Lender; and
- the change of control provision in the 130.650.000 EUR facility agreement dated 30 August 2012 between, among others, Bella Vita SA as Borrower and BNP and ING as Lenders.

2. Waiver from ING Belgium SA/NV in relation to:

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 85.000.000 EUR facility agreement dated 25 May 2011 (as subsequently amended on 22 April 2013, 27 June 2013 and 23 June 2014) between among others the Company as Borrower and BNP and ING Belgium NV/SA (ING) as Lenders; and
- the change of control provision in the 130.650.000 EUR facility agreement dated 30 August 2012 between, among others, Bella Vita SA as Borrower and BNP and ING as Lenders.

3. Waiver from KBC Bank NV (KBC) in relation to

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 10.559.000 EUR facility agreement dated 9 March 2015 between the Company as Borrower and KBC as Lender;
- the change of control provision in the 26.800.000 EUR facility agreement originally dated 29 February 2012 (as subsequently amended on 25 November 2013, 24 March 2014 and 16 December 2014) between RAC 2 NV as Borrower and KBC as Lender, Facility Agent and Security Agent; and
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 37.500.000 EUR facility agreement dated 23 July 2014 between RAC 3 NV and RAC 4 NV as Borrowers and KBC as Lender.

4. Waiver from ING Luxembourg S.A. in relation to the covenant by the Company not to change its management without prior written consent from ING Luxembourg S.A. in the 29.000.000 EUR credit agreement dated 21 June 2010 entered into between, among others, ING Luxembourg S.A. as Lender, Westside S.A. as Borrower and the Company as guarantor.