

Dominique LEDOUBLE
15, rue d'Astorg
75008 Paris

Olivier PERONNET
21-23, avenue Pierre 1er de Serbie
75116 Paris

**Apport de titres BGL SA
par l'Etat du GRAND DUCHE DE LUXEMBOURG**

**à BNP PARIBAS
(Ordonnance du 15 octobre 2008)**

- = -

**Rapport des commissaires aux apports
sur la valeur des apports et avis sur leur rémunération**

Mesdames, messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 15 octobre 2008 concernant les apports en nature de titres BGL SA, consentis par l'Etat du GRAND DUCHE DE LUXEMBOURG à BNP Paribas, nous avons établi le présent rapport prévu à l'article L. 225-147 du Code de Commerce.

Nous précisons que l'opération de rapprochement prévue à l'origine pour être présentée à une Assemblée Générale du 19 décembre 2008 a été différée. Le présent rapport annule et remplace celui que nous avons établi en date du 3 décembre 2008.

La valeur de l'apport en nature a été arrêtée dans le traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 22 avril 2009. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. Conformément aux recommandations de l'AMF, nous nous prononçons également sur le caractère équitable de la rémunération des apports.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées :

- à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports augmentée de la prime d'apport ;
- à porter un avis sur la rémunération des apports, pour les actionnaires de la société bénéficiaire des apports.

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

Nous avons l'honneur de vous présenter notre rapport selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences
3. Appréciation de la valeur des apports
4. Appréciation de la rémunération des apports
5. Synthèse
6. Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Il résulte du traité d'apport les informations suivantes :

1.1. SOCIETES CONCERNEES

1.1.1. L'apporteur

L'apporteur est l'Etat du GRAND DUCHE DE LUXEMBOURG, ci-après « l'Etat ».

1.1.2. Société bénéficiaire

BNP Paribas est une société anonyme au capital de 2.198.641.552 euros divisé en 912.096.107 actions ordinaires et 187.224.669 actions de préférence, entièrement libérées d'une valeur nominale de 2 euros chacune.

Son siège social est situé 16, boulevard des Italiens à Paris (9ème). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 662 042 449.

BNP Paribas est agréée en qualité de banque en application des dispositions du Livre V, Titre Premier du Code Monétaire et Financier relatives aux établissements du secteur bancaire.

BNP Paribas a pour objet social l'exercice de toutes les activités compatibles avec le statut des établissements de crédit.

Les actions de BNP Paribas sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE-Euronext (Compartiment A).

1.1.3. Société dont les titres sont apportés

BGL SA, ci-après « BGL », société dont les titres sont apportés, est une société anonyme de droit luxembourgeois, au capital de 698.602.794 euros divisé en 27.409.251 actions sans désignation de valeur nominale, avec droit de vote.

Son siège social est situé 50 avenue JF Kennedy, L-2951 Luxembourg. Elle est immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B.6.481.

Elle a pour objet social l'exercice de toutes les activités compatibles avec le statut des établissements de crédit.

1.1.4. Liens entre les sociétés

Il n'existe aucun lien direct ou indirect en capital entre BNP Paribas et BGL à la date du présent rapport.

BGL est actuellement détenue à hauteur de 49,9% du capital et des droits de vote par l'Etat et à hauteur de 50,06% du capital et des droits de vote par la société FORTIS Banque SA, une société anonyme de droit belge dont le siège est situé Montagne du Parc 3, 1000 Bruxelles, immatriculée auprès de la Banque Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.199.702, le solde de participation étant détenu par des actionnaires minoritaires.

1.2. MOTIFS ET BUT DE L'OPERATION

1.2.1. L'opération et son contexte

La crise financière mondiale a eu un impact négatif sur la situation financière du groupe FORTIS. Afin de préserver la stabilité de BGL, le 23 octobre 2008, BNP Paribas et l'Etat ont conclu un protocole d'accord, amendé par l'avenant n°1 en date du 27 février 2009 et l'avenant n°2 en date du 12 mars 2009, qui prévoit notamment que l'Etat apporte dans un premier temps à BNP Paribas 4.540.798 actions BGL représentant environ 16,57% du capital de BGL et des droits de vote, libres de tous gages, privilèges ou droits quelconques de tiers, et, dans un second temps, l'apport par l'Etat de 193.760 actions BGL complémentaires à BNP Paribas.

A l'issue de ces deux apports, BNP Paribas détiendra près des deux tiers du capital de BGL, directement et indirectement via sa participation dans FORTIS Banque SA, l'Etat conservant une minorité de blocage de 34% du capital.

1.2.2. Les motifs et buts de l'opération

Cette transaction s'inscrit dans la stratégie d'acquisition de BNP Paribas et lui permet de déployer en Europe son modèle éprouvé de banque intégrée.

Le rapprochement permettra de capitaliser sur les complémentarités des plateformes géographiques et des lignes de métiers des deux groupes avec un chevauchement d'activités relativement limité. Cette complémentarité permettra une accélération des opportunités de développement et améliorera la capacité du nouvel ensemble à gérer les cycles, les activités du nouveau groupe se trouvant en effet fortement diversifiées et davantage équilibrées.

L'opération d'apport constitue une des étapes du processus global de prise de contrôle de FORTIS Banque par BNP Paribas.

1.3. CHARGES ET CONDITIONS DE L'OPERATION

Sur le plan juridique, les opérations d'apport sont placées sous le régime des apports en nature régi par les dispositions de l'article L. 225-147 du Code de Commerce.

En matière d'impôt sur les sociétés, les apports sont soumis au régime de droit commun. En matière de droits d'enregistrement, l'opération d'apports relève du droit fixe prévu à l'article 810 I du Code Général des Impôts.

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

- au respect des déclarations et obligations prévues au traité et au Protocole et en particulier à l'obtention des autorisations légales et réglementaires applicables.
- à la réalisation définitive de l'apport d'au moins 50,1% des actions de FORTIS Banque par l'Etat belge à BNP Paribas.
- l'approbation de l'apport par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de BNP Paribas.

1.4. DESCRIPTION, EVALUATION ET REMUNERATION DES APPORTS

1.4.1. Description et évaluation des apports

Aux termes du traité d'apport, les apports consistent en 4.540.798 actions BGL représentant environ 16,57% de son capital.

Ces actions sont apportées pour une valeur de 796.793.332 euros obtenue sur la base d'une évaluation de la société BGL à 4,8 milliards d'euros.

1.4.2. Rémunération des apports

En rémunération de l'apport, l'Etat recevra 11.717.549 actions ordinaires nouvelles BNP Paribas de 2 euros de valeur nominale chacune. Les actions nouvelles émises en rémunération des apports seront entièrement assimilées aux actions BNP Paribas existantes. Dès leur émission, leurs détenteurs seront soumis aux mêmes obligations et disposeront des mêmes droits lors de toutes distributions ou remboursements effectués au cours de l'existence de BNP Paribas ou au moment de sa liquidation (y compris le droit au dividende qui sera versé au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2008).

L'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext des actions nouvelles sera demandée dans les meilleurs délais suivant la réalisation des Apports sur la même ligne de cotation que les actions existantes.

Conformément à l'article 1.2 du Protocole, la rémunération proposée correspond à la prise en compte d'un rapport d'échange établi sur la base :

- d'une valorisation de BGL à environ 4,8 milliards d'euros ;
- d'une valorisation de l'action BNP Paribas à 68 euros.

La différence entre le montant des apports (796.793.332 euros) et l'augmentation de capital de BNP Paribas (23.435.098 euros) constituera une prime d'apport de 773.358.234 euros.

Les autres charges et conditions figurent dans le traité d'apport et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

2. DILIGENCES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission. En raison du calendrier et des conditions juridiques de l'opération, les diligences que nous avons pu mettre en œuvre ont été limitées sur certains points.

2.1. DILIGENCES EFFECTUEES

Dans le cadre de notre mission, nous avons pu effectuer les travaux suivants :

- nous nous sommes entretenus avec les responsables en charge de l'opération envisagée au sein de BNP Paribas, tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe, que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- nous avons pris connaissance du Protocole d'accord signé entre l'Etat et BNP Paribas en date du 23 octobre 2008 et de ses avenants signés en date des 27 février 2009 et 12 mars 2009 ;
- nous avons dans un premier temps pris connaissance des comptes semestriels consolidés au 30 juin 2008 de BGL et avons examiné le rapport de *due diligence* financière établi par un auditeur mandaté par BNP Paribas, mettant en évidence les zones de risques ;
- nous avons pris connaissance des comptes consolidés au 31 décembre 2008 de BGL et du rapport des commissaires réviseurs sur ces comptes, et avons obtenu confirmation des dirigeants de BGL du fait que les zones de risques mises en évidence dans le processus de due diligence avaient été prises en compte ;
- nous avons pris connaissance des ajustements complémentaires effectués par les dirigeants de BNP Paribas pour déterminer l'actif net tangible ajusté au 31 décembre 2008 ;
- nous avons pris connaissance de l'évaluation de BGL préparée par BNP Paribas et nous avons discuté avec ses auteurs des méthodes d'évaluation et des hypothèses retenues en particulier pour le calcul de l'actif net tangible ajusté et du plan d'affaires ;

- nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la Direction de BGL et de BNP Paribas confirmant notamment qu'à leur connaissance il n'existait pas d'élément susceptible de remettre en cause significativement la valeur d'apport.

2.2. LIMITES DES DILIGENCES EFFECTUEES

Dans le cadre de nos diligences sur cette opération :

- nous n'avons pas eu accès aux dossiers de travail des réviseurs de BGL sur les comptes consolidés 2008 ;
- nous n'avons pas rencontré les responsables opérationnels en charge des différents métiers de BGL afin d'apprécier les impacts de la crise financière sur l'évolution de l'activité 2008 et sur les perspectives 2009 ;
- nous n'avons pas pu disposer de l'ensemble des informations financières ou de gestion qui nous auraient permis de procéder à la mise en œuvre d'approches alternatives de valorisation par métiers ;
- nous n'avons pas eu accès à des éléments prévisionnels décomposés selon les différents métiers de BGL ni à un plan d'affaire à moyen terme de BGL. De ce fait, les informations communiquées par BNP Paribas n'ont pas pu être rapprochées d'éléments financiers prévisionnels de BGL, et nous n'avons pas pu procéder à une analyse des synergies attendues.

3. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

3.1. MODALITES D'EVALUATION DE BGL

La valeur d'apport des actions BGL ressort d'une analyse fondée :

- d'une part, sur des multiples d'actif net tangible (défini comme la situation nette comptable consolidée part du groupe hors goodwill et autres incorporels) observés sur un échantillon de banques européennes présentant le portefeuille d'activité le plus comparable à celui de BGL ;
- d'autre part, sur l'actualisation des flux de dividendes futurs. Cette méthode consiste, pour une banque, à évaluer les capitaux propres en actualisant les dividendes futurs qu'elle serait en capacité de payer à ses actionnaires compte tenu d'un niveau de fonds propres normatif respectant les contraintes réglementaires et tenant compte des pratiques de marché.

3.1.1. Multiple d'actif net tangible

BNP Paribas s'est livrée à deux calculs distincts destinés à encadrer la valeur de BGL compte tenu de sa situation spécifique.

3.1.1.1. Approche intégrant une décote sur le multiple

L'actif net tangible retenu pour BGL a été déterminé à partir des capitaux propres de BGL au 31 décembre 2008, tels qu'ils ressortent des comptes consolidés publiés par la banque, *pro forma* de la cession de certains crédits structurés destinés à être cédés dans le cadre de la transaction.

Dans cette première approche, une décote spécifique a été appliquée aux multiples moyen et médian observés sur l'échantillon afin de refléter une incertitude sur les perspectives, plus forte chez BGL que pour la moyenne de l'échantillon.

La valeur de BGL ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprises entre 4,6 et 4,9 milliards d'euros.

3.1.1.2. Approche intégrant des ajustements sur l'actif net tangible

Une deuxième approche a été mise en œuvre, qui consiste à procéder à un certain nombre d'ajustements de valeurs estimés par BNP Paribas sur l'actif net tangible issu des comptes consolidés au 31 décembre 2008, *pro forma* de la cession de certains crédits structurés destinés à être cédés dans le cadre de la transaction. Ces ajustements visent à se rapprocher de la juste valeur selon les normes IFRS, des actifs et passifs acquis, dans la perspective de leur intégration dans les comptes consolidés de BNP Paribas.

Les multiples moyen et médian, non décotés, issus de l'échantillon de sociétés comparables ont été appliqués à cet actif net tangible ajusté.

La valeur de BGL ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprises entre 5,6 et 5,7 milliards d'euros.

3.1.2. Actualisation des flux de dividendes futurs

Pour déterminer la valeur d'apport, BNP Paribas a établi un plan d'affaires sur la base du budget 2009 établi par BGL, fin 2008, et corrigé par BNP Paribas des facteurs de risques identifiés depuis la production de celui-ci.

Ce budget a été prolongé par BNP Paribas pour la période 2010 à 2012.

Au delà de 2012, BNP Paribas a retenu comme hypothèse l'atteinte par BGL d'un niveau de rentabilité égal au coût du capital de la banque.

La valeur de BGL ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprises entre 5,6 et 5,7 milliards d'euros.

3.2. APPRECIATION DE LA VALEUR D'APPORT DE BGL

Dans le contexte particulier de cette opération et des difficultés d'accès aux informations par métiers, il n'a pas été possible à BNP Paribas de mettre en œuvre une valorisation par la somme des parties basée sur une évaluation des différents métiers de BGL. De la même manière, il ne nous a pas été possible de mettre en œuvre d'autres méthodes que celles retenues dans le traité d'apport.

3.2.1. Multiples décotés d'actif net tangible

BNP Paribas a appliqué à l'actif net tangible de BGL les multiples moyen et médian décotés observés sur un échantillon de 9 banques européennes. Les multiples médian et moyen issus de cet échantillon sont respectivement de 1,07 et 1,08. BNP Paribas a appliqué une décote à ces multiples, comprise entre 15% et 20%. Les multiples retenus par BNP Paribas s'inscrivent donc dans une fourchette de 0,85 à 0,90.

Les comptes consolidés au 31 décembre 2008 retenus pour l'évaluation ont été audités par ses commissaires réviseurs qui ont émis une opinion sans réserve.

L'actif net tangible de BGL a été calculé à partir des capitaux propres consolidés issus de ces comptes, *pro forma* de la cession de certains crédits structurés destinés à être cédés dans le cadre de la transaction et d'éduction faite des goodwill et autres actifs incorporels.

La constitution de l'échantillon appelle les commentaires suivants :

- il inclut le Crédit Suisse qui publie ses comptes en US GAAP alors que les autres sociétés, y compris BGL, publient leurs comptes en IFRS ;
- il comporte également la société BANCO SANTANDER qui réalise une partie significative de son activité en Amérique latine ;
- au surplus, il intègre BNP Paribas dont le cours a été impacté par l'annonce de la présente opération.

Nous avons examiné la valeur de BGL sur la base d'un échantillon retraité limité à 6 sociétés dont 2 sociétés françaises (Société Générale et Crédit Agricole), 2 sociétés italiennes (Unicredit Group et Intesa San Paolo), une société espagnole (BBVA) et une société suisse (UBS) ayant une activité prépondérante en Europe. Les multiples moyen et médian, issus de cet échantillon retraité sont respectivement de 1,03 et 1,04 qui se situent dans l'intervalle des multiples avant et après décote retenus par BNP Paribas. Ces multiples appliqués à l'actif net tangible font ressortir des valeurs de l'ordre de 5,6 milliards d'euros. La valeur de BGL retenue pour 4,8 milliards d'euros, implique une fourchette de décote implicite de l'ordre de 15%, qui est de nature à conforter la valeur d'apport retenue.

3.2.2. Multiples d'actif net tangible ajusté

Cette méthode consiste à appliquer les multiples moyen et médian non décotés (soit respectivement 1,07 et 1,08) issus de l'échantillon, à l'actif net de BGL ajusté par BNP

Paribas. L'application de cette méthode aboutit à une fourchette de valeurs comprises entre 5,6 et 5,7 milliards d'euros.

L'application de multiples de marché à une base ainsi ajustée nous semble moins pertinente, car elle suppose que les banques qui constituent l'échantillon appliquent à leurs comptes annuels les mêmes principes que ceux qui concourent à la détermination de cet actif net tangible ajusté par BNP Paribas, ce qui n'est pas vérifiable.

Indépendamment de cette observation, nous avons pris connaissance des principaux ajustements effectués par BNP Paribas sur l'actif net tangible de BGL au 31 décembre 2008.

Ces ajustements conduisent à une diminution de l'actif net tangible issu des comptes consolidés de BGL au 31 décembre 2008, sur des bases que l'on peut considérer comme prudentes.

Il convient d'observer que, par construction, cette approche n'inclut la valeur d'aucun élément incorporel. Si, dans le contexte de marché actuel, la prise en compte et la valorisation de ces éléments sont rendues très délicates, ils nous paraissent représenter une source de valeur de nature à conforter la valeur globale de l'apport.

3.2.3. Actualisation des flux de dividendes futurs

BNP Paribas a examiné la valeur de BGL selon la méthode d'actualisation des flux de dividendes futurs. Cette méthode est couramment employée pour valoriser les banques. Elle consiste à évaluer la capacité future de distribution de dividendes d'une banque compte tenu des contraintes réglementaires qui pèsent sur ses capitaux propres.

La mise en œuvre de cette méthode repose :

- sur le budget 2009 établi par BGL et corrigé par BNP Paribas afin de tenir compte de risques éventuels identifiés depuis l'établissement de ce budget, fin 2008 ;
- sur un plan d'affaires 2010-2012 établi par BNP Paribas, sur la base de discussions avec le management de BGL ;
- l'actualisation à l'infini d'une valeur terminale déterminée sur la base d'un retour sur fonds propres (ROE) normatif et d'un coût du capital égaux à environ 12,2%.

Dans son évaluation, BNP Paribas a retenu un horizon de prévisions portant sur les années 2009 à 2012. Cette approche est fondée sur l'hypothèse d'une croissance de la profitabilité de BGL sur la période, qui tend vers l'atteinte et le maintien à partir de 2013 d'un niveau de rentabilité égal au coût du capital de la banque.

L'objectif de rendement retenu s'inscrit à un niveau qui n'appelle pas de commentaire de notre part, l'hypothèse de rythme pour l'atteindre apparaît raisonnable mais devra néanmoins se vérifier.

En définitive, les éléments qui nous ont été communiqués et les approches complémentaires que nous avons mises en œuvre font ressortir des fourchettes de valeurs qui encadrent le montant retenu pour la valeur des apports, à la date du présent rapport.

4. APPRECIATION DE LA REMUNERATION DES APPORTS

Sur les bases du protocole du 23 octobre 2008 rappelées ci-avant, la rémunération de l'apport a été définitivement arrêtée à 11.717.549 actions BNP Paribas, représentatives de 1,27% des actions ordinaires et des droits de vote de BNP Paribas après opération (soit 1,05% du capital social total)¹.

Elle appelle de notre part les remarques suivantes.

4.1. METHODES D'APPRECIATION DE L'EQUITE DE LA REMUNERATION

Les parties n'ont pas fondé leur accord en octobre 2008 sur une pesée respective des deux entités sur la base de critères et méthodes comparables.

Les valeurs relatives avaient été fixées à cette date sur la base de deux critères distincts, à savoir le cours de bourse de BNP Paribas retenu à 68€, et une valorisation de BGL estimée à 4,8 milliards d'euros.

Le maintien des conditions d'origine en ce qui concerne le nombre d'actions à émettre en rémunération de l'apport revêt un caractère conventionnel.

4.2. APPRECIATION DE LA REMUNERATION

La rémunération résulte d'une négociation entre deux parties indépendantes. Elle s'inscrit dans la perspective d'une entrée de l'Etat au capital de BNP Paribas, comme un actionnaire durablement présent.

Les marchés boursiers ont été marqués au cours des derniers mois par une forte volatilité, qui a particulièrement affecté le secteur bancaire et donc le titre BNP Paribas. Depuis le 3 octobre, le cours de l'action a connu en clôture un plus haut à 71,34 € et un plus bas à 21,38 € ; il se situe aujourd'hui à un niveau proche de 40 €.

Dans ce contexte, en considération de la valeur de l'apport, le nombre d'actions à émettre n'est pas défavorable aux actionnaires de BNP Paribas.

¹ Il est prévu que ce pourcentage soit ramené à 1,12% des actions ordinaires et des droits de vote à l'issue des apports d'actions FORTIS BANQUE SA/NV à BNP PARIBAS par l'Etat belge via la SFPI

5. SYNTHÈSE

En synthèse, nous souhaitons rappeler que :

1. En raison des conditions juridiques de l'opération, BNP Paribas n'a pu disposer de toute l'information nécessaire, en particulier par métier. Pour les mêmes raisons, nous n'avons pu mener un contrôle approfondi de l'activité de BGL, comportant notamment un examen des différents métiers exercés par la banque et un échange avec les responsables concernés. Si les dirigeants des deux groupes nous ont confirmé que l'ensemble des zones de risques avaient été appréhendées dans les valorisations effectuées, l'opération qui vous est soumise trouve sa place dans un environnement économique et financier exceptionnel à tous égards ; il peut en résulter des événements aujourd'hui non prévisibles, mais susceptibles d'affecter la valeur des activités apportées.
2. Les approches d'évaluation de l'apport retenues par BNP Paribas sont contraintes par la limitation de l'information évoquée ci-dessus et par la difficulté de déterminer des références de marché fiables :
 - Le résultat des activités apportées tel qu'inclus dans la méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs a été estimé par BNP Paribas à partir des données budgétaires de 2009 de BGL, et pas sur la base d'un plan d'affaires de cette dernière ;
 - Si l'actif net tangible ajusté paraît avoir été apprécié par BNP Paribas avec prudence, il n'en reste pas moins qu'il peut encore receler des zones de risques non identifiées ;
 - La référence au cours de bourse et l'application de multiples de marché restent très délicates à raison de la forte volatilité et de la difficulté à les interpréter au regard de la situation spécifique de chaque émetteur et de chaque transaction.


6. CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que :

- la valeur des apports s'élevant à 796.793.332 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur des apports est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majoré de la prime d'apport ;
- la rémunération consistant en l'émission de 11.717.549 actions de BNP Paribas est équitable pour ses actionnaires.

Fait à Paris, le 27 avril 2009

Les commissaires aux apports


~~_____~~
Dominique LEDOUBLE



Olivier PERONNET