



1006283201

DATE DEPOT : 2010-07-20

NUMERO DE DEPOT : 62832

N° GESTION : 2007B01541

N° SIREN : 493455042

DENOMINATION : BPCE

ADRESSE : 50 av Pierre Mendès France 75013 Paris

DATE D'ACTE : 2010/07/05

TYPE D'ACTE : RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION

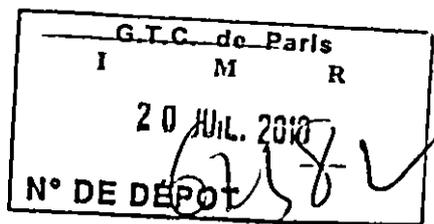
NATURE D'ACTE :

R G 5/1/10

Dominique LEDOUBLE
15, rue d'Astorg
75008 PARIS

Michel LEGER
113, rue de l'Université
75007 PARIS

07/15/14



BPCE
50, avenue Pierre Mendès France
75013 PARIS

BANQUES POPULAIRES PARTICIPATIONS
50, avenue Pierre Mendès France
75013 PARIS

FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION
DE LA SOCIETE BANQUES POPULAIRES PARTICIPATIONS
PAR LA SOCIETE BPCE

Rapport des commissaires à la fusion
sur la valeur des apports

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission de commissaires à la fusion qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 13 avril 2010, concernant la fusion par voie d'absorption de la société Banques Populaires Participations (ci-après « BPP ») par la société BPCE, nous avons établi le présent rapport sur l'appréciation de la valeur des apports prévu à l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation de la rémunération des apports a fait l'objet d'un rapport séparé.

Nous précisons à toutes fins utiles que nous avons également été désignés commissaires à la fusion dans le cadre de la fusion par voie d'absorption de la société Caisses d'Epargne Participations (ci-après « CEP ») par la société BPCE; nous rendons compte de nos travaux sur cette opération concomitante dans deux rapports distincts sur la valeur et la rémunération des apports de CEP à BPCE.

La valeur des apports est actée dans le projet de traité de fusion entre BPCE et BPP en date du 3 juin 2010. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables 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 de fusion.

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 vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusion dans l'ordre suivant :

1. Economie générale et modalités de l'opération envisagée
2. Présentation des conditions de réalisation de l'apport
3. Diligences effectuées
4. Appréciation de la valeur des apports
5. Conclusion

1. ECONOMIE GENERALE ET MODALITES DE L'OPERATION ENVISAGEE

1.1. Présentation des sociétés prenant part à l'opération

1.1.1. BPP, Société absorbée

BPP est une société anonyme au capital de 5.326.190,90 € divisé en 106.523.818 actions de 0,05 € de nominal chacune ; ces actions sont réparties en 2 catégories, A et B, attribuées de la manière suivante :

- 106.523.817 actions ordinaires de catégorie A,
- 1 action de catégorie B émise au profit de BPCE conformément aux dispositions de l'article L228-11 du Code de commerce.

Son siège social est situé 50, avenue Pierre Mendès France à Paris (75013) ; elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 552 028 839.

BPP a principalement pour objet :

- de détenir des participations dans les affaires industrielles, commerciales et financières de toute nature,
- d'être un établissement de crédit affilié à l'organe central (BPCE) et agréé en qualité de société financière.

Son exercice social commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

1.1.2. BPCE, Société absorbante

BPCE est une société anonyme au capital de 486.407.115 € divisé 32.427.141 actions de 15 € de nominal chacune ; ces actions sont réparties en 3 catégories, A, B et C, attribuées de la manière suivante :

- 12.996.744 actions de catégorie A détenues par les Caisses d'Epargne et de Prévoyance,
- 12.996.744 actions de catégorie B détenues par les Banques Populaires et certains actionnaires de BPP,
- 6.433.653 actions de catégorie C émise au profit de la Société de Prise de Participation de l'Etat.

Son siège social est situé 50, avenue Pierre Mendès France à Paris (75013) ; elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 493 455 042.

BPCE a principalement pour objet :

- d'être l'organe central du Réseau des Caisses d'Epargne et du Réseau des Banques Populaires et des Etablissements Affiliés, au sens du Code monétaire et financier,
- d'être un établissement de crédit agréé en qualité de banque,
- d'être un intermédiaire en assurance,
- d'exercer l'activité d'intermédiaire en transactions immobilières,
- de prendre des participations et d'effectuer toutes opérations se rattachant directement ou indirectement à ces objets et susceptibles d'en faciliter le développement ou la réalisation.

Son exercice social commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

1.1.3. Liens entre les sociétés

1.1.3.1 Liens en capital

BPCE détient 1 action de catégorie B de BPP.

Par ailleurs, les Banques Populaires qui détiennent 12.996.632 actions de catégorie B de BPCE, représentant 50% des droits de vote de cette dernière, détiennent également 106.199.857 actions de catégorie A de BPP, représentant la quasi-totalité des droits de vote de celle-ci.

1.1.3.2: Dirigeants communs

Les personnes suivantes exercent des fonctions de direction dans les deux sociétés BPCE et BPP : Messieurs François Perol, Nicolas Duhamel, Philippe Dupont, Gérard Bellemon, Thierry Cahn, Bernard Jeannin et Pierre Desvergnès.

1.2. Contexte et nature de l'opération envisagée

La fusion envisagée s'inscrit dans cadre du projet de simplification des structures du Groupe BPCE annoncé au marché par le Groupe le 25 février 2010 à l'occasion de la communication de ses résultats 2009 et du plan stratégique 2010-2013.

Cette simplification fait suite à la constitution le 31 juillet 2009 du nouvel organe central des Réseaux des Banques Populaires et des Caisses d'Epargne par voie d'apport partiel d'actifs par les sociétés BPP et CEP à la société BPCE, dotée de prérogatives d'organe central par la loi du 18 juin 2009. Il avait été prévu dès l'origine que les actifs de BPP et de CEP non immédiatement transférés pourraient l'être à terme et que la structure initiale présenterait en tout état de cause un statut temporaire.

Dans ce contexte, la simplification des structures du Groupe BPCE envisagée prend la forme d'un rapprochement de BPP et de CEP avec BPCE par la voie de deux opérations concomitantes de fusion-absorption de BPP et de CEP au sein de BPCE afin de permettre une détention directe par BPCE des participations maintenues au niveau de BPP et de CEP à l'issue de la constitution du Groupe BPCE, à l'exception des participations détenues par CEP au capital des sociétés GCE Habitat, GCE SEM, Erixel et Nexity qui vont faire l'objet d'un détournement préalable, et sous réserve de la réalisation de certaines opérations préalables.

Le cadre général des négociations pour la réalisation de ce projet de rapprochement a été fixé dans un protocole de négociation conclu entre BPCE, BPP et CEP le 24 février 2010. Ce projet de rapprochement a fait l'objet d'un protocole d'accord conclu entre BPCE, BPP, CEP, l'ensemble des Banques Populaires et l'ensemble des Caisses d'Épargne et de Prévoyance le 3 juin 2010.

1.3. Modalités proposées pour la réalisation de l'opération

Les modalités de réalisation de la fusion sont exposées de façon détaillée dans le projet de traité de fusion conclu le 3 juin 2010 entre BPCE et BPP ; elles peuvent se résumer comme suit :

1.3.1. Conditions suspensives

La fusion envisagée et sa rémunération ne prendront effet qu'à compter du jour de la levée des conditions suspensives stipulées au projet de traité de fusion, qui comprennent notamment :

- l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires requises pour la réalisation de l'opération, listées en annexe 7 du projet de traité de fusion,
- l'obtention d'un accord de principe du Service des agréments de la Direction Générale des Finances Publiques pour faire droit aux demandes de suivi d'agréments fiscaux nécessaires à la préservation du régime fiscal de faveur appliqué aux opérations constitutives du Groupe BPCE en juillet 2009,
- la réalisation des opérations préalables à réaliser par BPP, décrites à l'article 6 du chapitre I du projet de traité de fusion,
- la souscription et la libération par les Banques Populaires d'une augmentation de capital en numéraire de BPCE d'un montant de 965.312.192,30 € en contrepartie de 1.331.410 actions de catégorie B de BPCE,
- la réalisation de la fusion-absorption par BPCE de CEP, et des opérations préalables, par leurs assemblées générales respectives,
- l'approbation de la fusion-absorption par BPCE de BPP par leurs assemblées générales respectives.

1.3.2. Régime juridique et fiscal

La fusion sera effectuée sous le régime juridique des fusions tel que régi par l'article L. 236-10 du Code de commerce et des textes pris pour son application ; les parties entendent par ailleurs placer l'opération sous le régime fiscal de faveur prévu à l'article 210 A du Code Général des Impôts (CGI) en matière d'impôt sur les sociétés.

1.3.3. Date d'effet

La date de réalisation des apports sera la date de levée de la dernière des conditions suspensives¹. Pour autant, les parties sont convenues de conférer à la fusion, au plan comptable et fiscal, un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2010.

1.3.4. Droits d'enregistrement

En ce qui concerne les droits d'enregistrement, ils seront limités au seul droit fixe de 500€ prévu par les dispositions de l'article 816 du CGI.

¹ A intervenir avant le 31 décembre 2010.

2. PRESENTATION DES CONDITIONS DE REALISATION DE L'APPORT

2.1. Principes d'évaluation et de rémunération des actifs apportés et des passifs pris en charge

2.1.1. Evaluation en valeur nette comptable

Après analyse des caractéristiques comptables de l'opération au regard des dispositions du Règlement CRC n°2004-01 du 4 mai 2004 et de l'avis du Comité d'urgence du CNC n°2005-C, les parties sont convenues que les actifs apportés et les passifs pris en charge au titre de l'opération seront transférés pour leur valeur nette comptable, telle que figurant dans les livres de BPP au 31 décembre 2009.

Sur cette base, l'actif net comptable apporté se résume comme suit.

Actif transféré

En €	Montant Brut	Amortissement Provisions	Montant Net
Créances sur les établissements de crédit	3.306.915.719,80		3.306.915.719,80
Opérations avec la clientèle	157.514.604,20	6.600.000,00	150.914.604,20
Actions et autres titres à revenu variable	113.103.157,84	12.004.073,93	101.099.083,91
Participations et autres titres détenus à long terme	191.402.991,41	3.511,36	191.399.480,05
Parts dans les entreprises liées	1.676.191.983,37	548.094.802,05	1.128.097.181,32
Immobilisations incorporelles	2.281.976,48		2.281.976,48
Immobilisations corporelles	152.377.586,66	34.916.345,46	117.461.241,20
Autres actifs	403.976.658,42		403.976.658,42
Comptes de régularisation	23.940.439,39		23.940.439,39
Total actif transféré	6.027.705.117,57	601.618.732,80	5.426.086.384,77

Passif pris en charge

en €	Montant
Dettes envers les établissements de crédit	4.959.110.424,46
Autres passifs	338.956.469,83
Comptes de régularisation	55.322.083,56
Provisions pour risques et charges	68.290.542,95
Total passif pris en charge	5.421.679.520,80

L'actif net comptable apporté s'élève par conséquent à 4.406.863,97 € sur la base des comptes au 31 décembre 2009.

Cet actif net comptable est par ailleurs corrigé des éléments suivants :

- préalablement à la réalisation de la fusion, BPP procédera à une augmentation de capital en numéraire pour un montant de 7.101.585,60 € rémunérée par l'émission de 142.031.712 actions nouvelles de catégorie A, d'une valeur nominale unitaire de 0,05 €,
- constatation d'une provision pour perte de rétroactivité d'un montant de 11.406.863,97 €.

En définitive, le montant des apports sur lequel porte l'appréciation de la libération du capital à la date de réalisation de la fusion s'établit à 101.585,60 €.

2.1.2. Rémunération

Le rapport d'échange arrêté par les parties s'établit à 1 action BPCE de catégorie B pour 1.775.396 actions BPP de catégorie A.

Il est précisé dans le projet de traité de fusion que BPP détient 33 de ses propres actions qui ne seront pas rémunérées et que BPCE renonce à la rémunération de l'action BPP de préférence de catégorie B qu'elle détient et des 56 actions de catégorie A qu'elle serait amenée à détenir préalablement à la fusion. En conséquence, seules 248.555.440² actions ordinaires BPP de catégorie A seront rémunérées dans le cadre de la présente opération.

En application du rapport d'échange, il sera créé 140 actions BPCE de catégorie B de 15 € de valeur nominale chacune, en rémunération des 248.555.440 actions ordinaires BPP de catégorie A. En conséquence, BPCE procédera à une augmentation de capital d'un montant nominal de 2.100 €.

La différence entre la valeur de l'apport, après augmentation de capital en numéraire, soit 11.508.446,93 € avant provision pour perte de rétroactivité, et la valeur nominale des actions qui seront créées par BPCE au titre de l'augmentation de capital, soit 2.100 €, constituera une prime d'apport, d'un montant global de 11.506.346,93 € (dont 99.485,96 € constituant la prime d'apport juridique pour les besoins de l'appréciation de la libération du capital à la date de réalisation de l'apport, et 11.406.863,97 € correspondant au montant de la provision pour perte de rétroactivité, inscrits dans un sous compte de cette prime d'apport). Cette prime d'apport sera inscrite au passif du bilan de BPCE à un compte « Prime d'apport » sur lequel porteront les droits de tous les actionnaires, anciens et nouveaux, de BPCE.

La provision pour perte de rétroactivité correspond, après prise en compte de l'augmentation de capital en numéraire, à l'écart entre (i) la valeur des biens et droits

² Nombre d'actions avant augmentation de capital (§ 1.1.1) : 106.523.818 (dont 1 action de catégorie B) + nombre d'actions émises à l'occasion de l'augmentation de capital préalable à la fusion-absorption (§ 2.1.2) : 142.031.712 - renonciation de BPP (§ 2.1.2) : 33 - renonciation de BPCE (§ 2.1.2) : 57 (dont 1 action de catégorie B).

apportés à la date de réalisation de l'apport et (ii) leur valeur nette comptable à la date du 1^{er} janvier 2010.

Il résultera de l'annulation de l'action de préférence de catégorie B et des actions ordinaires de catégorie A détenues par BPCE dans BPP un mali de fusion de 0,21 € correspondant à la différence entre :

- le montant de la quote-part de l'actif net apporté par BPP correspondant aux actions de catégorie A et B qui seront détenues par BPCE (2,59 €),
- et la valeur nette comptable des actions BPP détenue par BPCE dans les livres de BPCE.

3. DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission.

En particulier :

- nous nous sommes entretenus avec les responsables en charge de l'opération envisagée au sein de BPP et de BPCE, et leurs conseils, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre ses modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales,
- nous avons examiné le projet de traité de fusion du 3 juin 2010, ainsi que les protocoles de négociation du 24 février 2010 entre BPCE, BPP et CEP, puis d'accord du 3 juin 2010, structurant la présente opération et la fusion-absorption concomitante de CEP par BPCE,
- nous avons rencontré ou nous sommes entretenus avec des représentants des principales filiales de BPP et de BPCE au sujet des prévisions d'activité sur lesquelles repose l'évaluation intrinsèque de ces sociétés,
- nous avons rencontré les commissaires aux comptes de la société absorbée pour prendre connaissance de leurs conclusions et du déroulement de leurs travaux ; nous nous sommes assuré que les comptes sociaux pour l'exercice 2009 sous-tendant les valeurs d'apport avaient été certifiés sans réserve,
- nous avons examiné les comptes et l'information financière de la société absorbée et de ses principales filiales sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2009, ainsi que les rapports de certification des commissaires aux comptes, et avons analysé l'activité de ces sociétés à la lecture de ces éléments, complétés de la documentation juridique mise à notre disposition,
- nous avons analysé les travaux de valorisation effectués, d'une part, par la banque conseil sur les entités composant le portefeuille de titres de BPP, d'autre part, pour certaines filiales de BPP, par BPP et BPCE en fonction de la documentation des travaux d'impairment sur les titres de la holding BPP qu'elles détiennent dans leurs livres,
- nous avons effectué nos propres travaux de valorisation multicritères de BPP et de ses principales filiales ; à cet effet, nous nous sommes, notamment, appuyés sur des sources internes à BPP et à ses filiales, ainsi que sur les informations issues de nos bases de données,
- nous avons pris connaissance des attestations d'équité présentées par les cabinets Ricol Lasteyrie et Associés en Finance en date du 2 juin 2010 et transmises respectivement aux Conseils d'administration de BPP et de CEP.

Nous avons en outre obtenu une lettre d'affirmation de la part du management de BPP sur l'absence, à sa connaissance à la date de réalisation, d'éléments susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des apports objet de la présente opération et sur la libre disposition de ces derniers.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de BPCE sur la valeur des apports retenue, afin de vérifier que la valeur globale des apports n'est pas surévaluée et qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports majorée de la prime de fusion ; elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

4. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur le principe de valorisation des apports en valeur nette comptable (§ 2.1.1), établi en conformité avec le règlement CRC 2004-01 et l'avis du Comité d'urgence du CNC n°2005-C.

S'agissant des éléments constitutifs de l'actif net comptable apporté, nous avons constaté que les principales masses bilancieller sont formées :

- des créances et dettes sur et envers les établissements de crédit, liant BPP et le réseau, qui n'appellent pas d'observation particulière,
- d'actifs financiers cumulant les participations et autres titres détenus à long terme ainsi que les parts dans les entreprises liées,
- d'actifs de nature immobilière constitués de parts de SCI et d'immeubles en détention directe.

Nous avons dès lors orienté nos diligences sur l'appréciation de la valeur des titres des principales filiales de BPP et des principaux actifs à caractère immobilier, qui sont valorisés comme suit au 31 décembre 2009 dans les comptes de BPP (§ 2.1.1) :

Actifs financiers

<i>En M€</i>	<i>Brut</i>	<i>Provisions</i>	<i>Net</i>
<i>Foncia</i>	1.269,7	473,7	796,0
<i>SIBP</i>	266,8	19,0	247,8
<i>VBI</i>	77,2		77,2
<i>Ma Banque</i>	77,8	37,8	40,0
<i>DZ Bank</i>	112,0		112,0
<i>Autres participations</i>			5,6

Actifs à caractère immobilier

<i>En M€</i>	<i>Brut</i>	<i>Provisions</i>	<i>Net</i>
<i>SCI Ponant Plus</i>	49,9	9,0	40,9
<i>Immeuble Ponant 1</i>			111,6
<i>Immeubles d'habitation</i>			5,9

Nous avons confronté ces valeurs nettes comptables :

- aux valorisations de la banque conseil,
- aux résultats des tests d'impairment le cas échéant,
- à notre propre évaluation multicritères.

Par ailleurs, nous avons pris acte de :

- l'augmentation de capital préalable en numéraire à hauteur de 7.101.586 €,

- l'existence d'une perte de rétroactivité de 11.406.864 € (§ 2.1.1).

Les vérifications effectuées appellent de notre part les commentaires suivants relatifs aux composantes des apports.

4.1. FONCIA

4.1.1. Aperçu de l'activité et risques associés

La société Foncia a pour activité la gestion et la vente de biens immobiliers et les services attachés ; elle déploie ses métiers principalement en France tout en rayonnant dans quelques pays frontaliers (principalement Suisse, Allemagne et Belgique)³. Ses activités s'organisent principalement autour de 3 pôles :

- administration de biens⁴
- transactions,
- produits mandants.

Ces activités s'exercent au travers de près de 800 cabinets, agences et franchisés. Outre les cabinets constituant son réseau, Foncia détient des participations dans des filiales spécialisées dans les activités liées à la gestion immobilière, dont les assurances immeubles ou les diagnostics.

Le modèle économique de Foncia repose sur une logique de croissance externe⁵ ; l'enjeu réside donc dans le retour sur investissement au rythme de la constitution du portefeuille sous gestion :

- l'automatisation des process est devenue un axe prioritaire pour accompagner cette croissance,
- pour autant l'activité n'est pas hautement capitalistique,
- le cycle d'exploitation génère en outre de la trésorerie.

4.1.2. Valorisation de FONCIA présentée par l'évaluateur

La valeur d'apport par BPP de sa participation dans Foncia, qui s'établit à 796 M€, correspond à la valeur nette comptable des titres Foncia dans les comptes de BPP arrêtés au 31 décembre 2009 ; à cette date, BPP détient 95% du capital et des droits de vote de Foncia.

L'évaluateur a examiné une valeur de Foncia en combinant plusieurs méthodes :

³ L'exposition de Foncia à l'étranger reste limitée ; l'international est néanmoins envisagé comme un relais de croissance.

⁴ Le cœur de métier de Foncia est l'administration de biens ; contrairement à d'autres acteurs du secteur immobilier tels que Nexity, Foncia est plus intégrée et ne présente pas de risque immobilier à proprement parler.

⁵ Capacité à acquérir et intégrer des cabinets.

- valeur intrinsèque issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode DCF) basée sur le plan d'affaires de Foncia et appréhendée au travers d'une analyse de sensibilité au taux d'actualisation, au taux de croissance à l'infini⁶ et au taux de marge opérationnelle⁷ cible, par référence à des flux de trésorerie déployés jusqu'en 2013 et à une valeur terminale. Cette valeur terminale est construite par extrapolation d'un flux normatif⁸,
- valeur analogique découlant de l'application du multiple moyen d'EBIT 2010 communiqués par deux analystes pour la branche « Services » de la société Nexity⁹, ajusté du différentiel de marges entre Nexity et Foncia. La valeur obtenue a été majorée d'une prime de 20% afin de refléter le contrôle et les droits exercés par BPP dans Foncia, par opposition à une valorisation retenue par un actionnaire minoritaire.

Au terme de ces approches, la valeur des fonds propres de Foncia (pour 100% du capital et des droits de vote) s'inscrit dans une fourchette de 602 M€ à 958 M€, soit pour la quote-part de 95% détenue par BPP entre 572 M€ et 910 M€ :

Méthode	Minimum (M€)	Maximum (M€)	Médiane (M€)
Valeur analogique (hors prime de contrôle)	477	477	477
Valeur analogique (dont 20% de prime de contrôle)	572	572	572
DCF	626	910	768

La valeur de 741 M€ affichée par l'évaluateur pour Foncia correspond à la moyenne pondérée à parts égales des valeurs hautes issues de ces deux méthodes, soit :

En M€	Valeur analogique	DCF
Maximum (M€)	602	958
Quote-part apportée (95%)	572	910
Pondération	50%	50%
Valeur retenue par l'évaluateur	741	

Cette valeur reste inférieure à la valeur nette comptable des titres Foncia faisant l'objet de l'apport, telle qu'elle ressort des comptes de BPP au 31 décembre 2009, soit 796 M€, la valeur d'impairment incluant notamment des synergies, non prises en compte dans les valeurs de transaction.

⁶ Taux de croissance perpétuel centré à 2,5%.

⁷ Avant charges calculées : Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA).

⁸ Méthode usuellement employée (Gordon-Shapiro).

⁹ Le pôle Services de Nexity est dans une certaine mesure comparable à l'activité de Foncia.

Il convient de noter que l'ancien actionnaire de Foncia en la personne de M. Jacky Lorenzetti a exercé son put sur 4,7% du capital au premier semestre 2010. A la date de réalisation, BP Participations détiendra donc 100% du capital de Foncia.

4.1.3. *Appréciation de la valorisation de FONCIA*

Au vu des résultats obtenus en application des deux méthodes présentées ci-avant, nous avons été conduits à privilégier l'évaluation de Foncia par la méthode DCF, qui extériorise les valeurs les plus élevées, par référence :

- au plan d'affaires 2010-2013 établi par le management de Foncia,
- à une valeur terminale déterminée à partir d'un EBIT fiscalisé normatif, étant précisé que, par construction, la valeur terminale ainsi déterminée tient une place prépondérante dans l'évaluation¹⁰.

Par ailleurs, nous avons examiné la valeur de Foncia au travers d'une approche comparative basée sur un échantillon de sociétés cotées réputées *a priori* comparables.

(i) DCF de Foncia

Nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance du plan d'affaires de la société¹¹ utilisé par l'évaluateur,
- entretiens avec la direction financière de Foncia,
- suivi de l'évolution de la valeur de la participation Foncia dans les comptes de BPP depuis l'acquisition et le retrait de cote intervenu en 2007¹²,
- analyse des prévisions 2010-2013 au regard des réalisations des premiers mois de 2010,
- vérification des calculs de la modélisation DCF¹³,
- analyse de sensibilité de ce modèle aux paramètres d'évaluation¹⁴, après appréciation de ces derniers, ainsi qu'à la construction de la valeur terminale, dont nous considérons qu'elle est conditionnée par le profil de croissance soutenu sur la durée du plan d'affaires.

¹⁰ Environ 95% de la valeur d'entreprise.

¹¹ Ce business plan table sur la poursuite de la chronique des acquisitions jusqu'à la fin de la période de prévisions et un retour sur investissement de l'ensemble de la base installée à cet horizon.

¹² La valorisation de Foncia dans les livres de BPP depuis la transaction d'origine a été dépréciée dans des proportions significatives (cf. § 4 chapitre introductif) ; la dernière dépréciation en date remonte au 30 juin 2009.

¹³ Nous avons à ce titre ajusté l'endettement net, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et celle des capitaux propres, en fonction des comptes définitifs de la société à fin 2009.

¹⁴ Taux d'actualisation et taux de croissance perpétuel.

Sur la base de nos travaux, la valorisation de Foncia par le modèle DCF ressort dans une fourchette de 611 M€ à 851 M€ pour 100% du capital, soit de 581 M€ à 810 M€ pour la quote-part de 95% apportée ; la borne haute de cette fourchette s'avère en définitive compatible avec la valeur d'apport de 796 M€.

(ii) Approche comparative

Nous avons mis en œuvre une méthode d'évaluation basée sur les multiples d'EBITDA constatés sur un échantillon de sociétés cotées jugées comparables¹⁵, pour finalement l'écarter en raison du profil de risque plus important de ces sociétés en comparaison de celui de Foncia qui, du fait de la prépondérance de son activité d'administration de biens, bénéficie d'une clientèle relativement captive.

4.1.4. Synthèse

A l'issue de nos travaux, nous observons que la valeur d'apport des titres Foncia s'inscrit dans le haut de la fourchette des valeurs que nous avons obtenues par la méthode DCF.

4.2. VBI/SIBP

4.2.1. Aperçu de l'activité et risques associés

La banque autrichienne Volksbank International AG (VBI) est à la tête d'un groupe bancaire implanté en Europe Centrale et en Europe de l'Est où elle compte environ 600 agences ; ses activités se concentrent sur la banque commerciale, le financement de projets immobiliers et sur l'accompagnement des clients commerciaux des banques actionnaires, essentiellement français, italiens, autrichiens et allemands, à la réalisation de projets et à l'implantation dans cette zone géographique.

4.2.2. Valorisation de VBI présentée par l'évaluateur

Au 31 décembre 2009, BPP détient directement, et indirectement via SIBP, 24,5% du capital et des droits de vote de VBI pour une valeur nette comptable de 325 M€, soit 77 M€ en quote-part détenue directement par BPP.

Le capital de VBI est partagé par BPP avec d'autres actionnaires mutualistes¹⁶, dont un (OVAG) majoritaire à 51%.

L'évaluateur a examiné la valeur de VBI en combinant plusieurs méthodes :

- références boursières (multiples¹⁷ de banques comparables, régression linéaire),

¹⁵ CB Richard Ellis, DTZ Holding, Jones Lang Lasalle, Savills.

¹⁶ Österreichische Volksbanken-AG (banque mutualiste autrichienne) : 51%, DZ Bank AG : 16,4%, WGZ Bank AG : 8,1%.

¹⁷ Multiples de résultats nets et de capitaux propres : PER et Price to Book Value (P / BV).

- valeur intrinsèque issue de l'actualisation des flux de dividendes disponibles après prise en compte des besoins en fonds propres réglementaires (méthode DDM), basée sur le plan d'affaires de VBI et appréhendée au travers d'une analyse de sensibilité au taux d'actualisation¹⁸, au taux de croissance à l'infini et au ratio « Tier 1 » cible, par référence à des flux de trésorerie déployés jusqu'en 2013 et à une valeur terminale,
- valeur intrinsèque issue de la méthode WEV (Warranted Equity Value) déterminée à partir d'un taux de retour sur fonds propres normatif.

Au terme de ces approches d'évaluation, la valeur des capitaux propres de VBI pour 100% du capital s'inscrit dans une fourchette comprise entre 958 M€ et 1.620 M€, *i.e.* entre 235 M€ et 397 M€ pour la quote-part de 24,5% détenue par BPP :

Méthode	Minimum (M€)	Maximum (M€)	Médiane (M€)
PER moyen normalisé (<i>Banques CEE</i>)	264	289	276
P/BV moyen normalisé (<i>Banques CEE</i>)	350	397	374
Régression P/BV (<i>Banques CEE</i>)			327
WEV	252	281	267
DDM	235	332	284

En définitive la valeur de 321 M€ retenue par l'évaluateur correspond à la moyenne pondérée à parts égales des valeurs hautes issues de ces méthodes, soit :

En M€	Multiples ¹⁹	Régression	WEV	DDM
Maximum (100%)	1.399	1.333	1.149	1.356
Quote-part apportée (24,5%)	343	327	281	332
Pondération	25%	25%	25%	25%
Valeur retenue par l'évaluateur	321			

Cette valeur est légèrement inférieure à la valeur nette comptable des titres VBI apportés, telle qu'elle ressort des comptes de BPP au 31 décembre 2009, soit 325 M€, cette dernière reposant sur la seule valorisation DDM, dans une logique de valeur d'utilité.

4.2.3. Appréciation de la valorisation de VBI

Nous avons examiné la valeur de VBI au travers des méthodes mises en œuvre par l'évaluateur que nous estimons pertinentes pour évaluer cette société.

¹⁸ Assimilable au coût du capital.

¹⁹ PER moyen normalisé et P/BV moyen normalisé.

(i) DDM de VBI

Nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance du plan d'affaires de la société utilisé par l'évaluateur,
- analyse des prévisions 2010-2013 au regard des réalisations de l'exercice 2009 et de celles observées au cours des exercices écoulés, en termes notamment de marges d'exploitation,
- vérification des calculs de la modélisation DDM,
- analyse de sensibilité aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

Au regard des données financières définitives de 2009, année caractérisée par une conjoncture dégradée, le plan d'affaires 2009-2013 appelle de notre part les remarques suivantes :

- le Produit Net Bancaire de 2009 est en retrait par rapport aux prévisions,
- le coût du risque anticipé pour 2009 reste en deçà du coût du risque réellement constaté,
- le coefficient d'exploitation 2009 est certes meilleur que prévu²⁰, mais la décroissance attendue de ce coefficient au cours des années à venir nous semble volontariste,
- le résultat avant impôt de 2009 s'inscrit en retrait des prévisions²¹.

Nous observons que le pacte d'actionnaires contraint VBI à maintenir une marge de 200 bps au-delà du ratio Tier 1 exigé par les autorités réglementaires, impliquant le respect d'un ratio Tier 1 minimum estimé à 12%. Or la valeur haute de VBI retenue par la banque conseil (1.356 M€) correspond à un ratio Tier 1 de 11,5% et un coût du capital de 10,5%.

En retenant le ratio Tier 1 minimum de 12%, la valorisation de VBI par le modèle DDM ressort dans une fourchette de 1.005 M€ à 1.310 M€ à 100%, soit une fourchette de 246 M€ à 321 M€ pour la quote-part de 24,5% apportée.

La valeur de VBI ainsi déterminée serait nécessairement sensible à la moindre dégradation des prévisions de résultat ; ce scénario n'est pas à exclure si l'on se réfère à la seule année 2009 pour apprécier les tendances du plan d'affaires sur la période subséquente 2010-2013²².

²⁰ Réel : 52,9% versus prévision : 54,9% du PNB.

²¹ Recul d'environ 9%.

²² A titre indicatif, nous avons testé la réaction du modèle à une dégradation de deux paramètres (pris indépendamment) sous-tendant le plan d'affaires (coefficient d'exploitation, résultat net) dans une amplitude cohérente avec le recul des réalisations par rapport aux prévisions de l'exercice 2009 ; il en ressort pour la quote-part de BPP un intervalle de valeurs entre 213 M€ et 302 M€.

Pour autant il nous a été précisé que ce plan d'affaires a fait l'objet d'une concertation entre les actionnaires mus par la volonté de ne pas avoir à refinancer la banque. Cet élément de contexte, retranscrit dans le business plan par une croissance mesurée des en-cours pondérés, relativise la position minoritaire²³ de BPP et l'opportunité d'une décote de minoritaire ; il peut justifier que la valeur comptable de la participation s'inscrive dans le haut de la fourchette de valorisation.

(ii) Référence boursière

A titre alternatif, nous avons examiné l'évolution récente des multiples de résultat net²⁴ de banques implantées en Europe Centrale et Europe de l'Est²⁵, qui sont en décalage par rapport à ceux utilisés par la banque conseil, sur le même panel.

En dépit d'une relative hétérogénéité au sein de l'échantillon de ces multiples, que nous avons moyennés, et bien que les résultats de cette approche comparative soient dépendants de la volatilité des marchés financiers, ils reflètent selon nous la vision que pourrait avoir un actionnaire minoritaire de la valeur de sa participation.

Les accords conclus entre actionnaires ne comprennent pas de clause de liquidité au profit de BPP pouvant justifier la valeur comptable.

Cela étant, la décision concertée mentionnée ci-dessus liée à la présence de BPP au directoire²⁶ (1 représentant parmi les 4 membres) et au conseil de surveillance (2 représentant parmi les 9 membres) de VBI illustre que BPP dispose en réalité d'une capacité de décision dépassant celle dévolue usuellement à un simple actionnaire minoritaire.

4.2.4. Synthèse

La valeur comptable de la participation dans VBI dans les comptes de BPP est à considérer comme un butoir dans la valorisation qui peut en être faite.

4.3. Multi Accès Banque (M.A. Banque) S.A.

4.3.1. Aperçu de l'activité et risques associés

Multi Accès Banque (M.A. BANQUE) S.A. est une banque s'adressant exclusivement à une clientèle de particuliers. La démarche de M.A. BANQUE s'appuie sur une politique de prescription et de partenariats via des mandats d'Intermédiaires en Opérations de Banque (I.O.B.).

²³ La position minoritaire de BPP dans le capital de VBI, au travers d'une détention directe et indirecte via SIBP, ne lui permet pas en théorie de capter l'intégralité des flux de trésorerie de sa participation.

²⁴ Multiples de résultat net (PER), normalisés d'un Tier 1 cible de 12%.

²⁵ Reiffeisen International (Autriche), Erste Group Bank (Autriche), Komerčni Banka (République Tchèque), OTP Bank (Hongrie), BRD Groupe SoGe (Roumanie), Banca Transilvania (Roumanie).

²⁶ Le pacte d'actionnaires dispose qu'une participation supérieure à 24% donne droit à la nomination d'un membre du directoire.

Développant ainsi le concept "d'assur-banque", M.A. BANQUE et ses partenaires assureurs (MMA) ont décidé de proposer à leurs clients ou prospects une gamme de produits bancaires adaptés à leurs besoins.

4.3.2. Valorisation de M.A. Banque présentée par l'évaluateur

Au 31 décembre 2009, BPP détient directement 65,9% du capital et des droits de vote de M.A. Banque pour une valeur nette comptable de 40 M€.

L'évaluateur a examiné la valeur de M.A. Banque suivant la méthode de la valeur intrinsèque issue de l'actualisation des flux de dividendes disponibles (méthode DDM) basée sur le plan d'affaires de M.A. Banque et appréhendée au travers d'une analyse de sensibilité au taux d'actualisation, au taux de croissance à l'infini et au ratio « Tier 1 » cible²⁷, par référence à des flux de trésorerie déployés jusqu'en 2013 et à une valeur terminale.

Sur base des travaux de l'évaluateur, la valeur des capitaux propres de M.A. Banque (pour 100% du capital et des droits de vote) s'inscrit dans une fourchette comprise entre 57 et 61 M€, soit entre 38 et 40 M€ pour la quote-part apportée :

en M€	Central DDM / DCF	Haut DDM / DCF
Valorisation à 100%	57	61
Valorisation retenue (quote-part à 65,9%)	38	40

En définitive, la valeur de 40 M€ retenue par l'évaluateur correspond à la fourchette haute de la valorisation pour la quote-part détenue par CEP.

4.3.3. Appréciation de la valorisation de M.A. Banque

Nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance du plan d'affaires de la société utilisé par l'évaluateur,
- analyse des prévisions 2010-2013 au regard des réalisations de l'exercice 2009 et de celles observées au cours des exercices écoulés, en termes notamment d'évolution du Produit Net Bancaire, des marges d'exploitation et des en-cours,
- vérification des calculs de la modélisation DDM,
- analyse de sensibilité aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

Compte tenu de la faible rentabilité de MA BANQUE, la valeur réelle envisagée par actualisation des flux disponibles repose essentiellement sur l'excédent de capitaux propres actuel au regard des exigences de fonds propres réglementaires.

²⁷ 8,5%.

4.3.4. Synthèse

A l'issue de nos travaux, la valeur d'apport retenue pour les titres de M.A Banque n'appelle pas d'observation de notre part.

4.4. DZ BANK

4.4.1. Aperçu de l'activité et risques associés

BPP détient une participation de 1,991% dans la banque allemande DZ Bank, 5^{ème} groupe bancaire allemand. Cette participation a été acquise dans le cadre d'accords stratégiques visant à renforcer les liens entre les banques coopératives.

DZ Bank opère sur trois segments d'activité :

- la banque de détail (incluant l'asset management, la banque privée, l'assurance, le crédit à la consommation, les financements spécialisés, l'épargne salariale....),
- les moyens de paiement et les process (cartes, titres, crédits....),
- la banque de financement.

4.4.2. Valorisation de DZ Bank présentée par l'évaluateur

L'évaluateur a retenu comme valeur de DZ Bank sa valeur nette comptable au 31 décembre 2009 dans les comptes de BPP : 112 M€, soit 4,63 € par titre.

4.4.3. Appréciation de la valorisation de DZ Bank

Au cours de l'exercice 2009, BPP a souscrit à hauteur de sa quote-part à l'augmentation de capital de DZ Bank : souscription à l'émission de 1.008.653 actions à un prix unitaire de 7,90 €, ce qui valoriserait la participation de BPP dans DZ Bank à un niveau supérieur à sa valeur nette comptable (191 M€²³).

Compte tenu du caractère peu liquide de cette participation qui a vocation à être conservée, la valeur nette comptable retenue par les parties nous paraît adaptée.

4.3.4. Synthèse

A l'issue de nos travaux, la valeur d'apport retenue pour les titres DZ Bank n'appelle pas d'observation de notre part.

²³ Valeur nette comptable : 112 M€ / 4,63 € (§ 4.2.2) * 7,90 €.

4.5. Actifs immobiliers

4.5.1 Présentation des actifs immobiliers

Les actifs immobiliers de BPP sont composés :

- des parts de la SCI Ponant Plus qui détient l'ensemble immobilier Ponant Plus situé 15 rue Leblanc à Paris (75015) et Ponant Parc situé 23 rue Leblanc à Paris (75015) ; ces parts sont comptabilisées en actifs financiers,
- de l'immeuble le Ponant 1 situé 5 à 15 rue Leblanc à Paris (75015), ainsi que d'immeubles d'habitations (appartements de fonction) ; ces actifs corporels figurent comptablement en immobilisations.

4.5.2 Valorisation des actifs immobiliers présentée par l'évaluateur

Les valeurs d'apport de ces biens s'élèvent à un montant total de 158,4 M€ ; elles correspondent à la valeur nette comptable des parts de la SCI Ponant Plus et des actifs immobiliers telle qu'elle ressort des comptes de BPP arrêtés au 31 décembre 2009.

L'évaluateur s'est référé aux travaux d'expertises immobilières réalisés par des experts extérieurs au Groupe BPCE, d'une part, et des experts en immobilier du Groupe BPCE, d'autre part.

Les valeurs retenues par l'évaluateur correspondent aux valeurs de haut de fourchettes obtenues par la mise en œuvre de deux méthodes :

- capitalisation des loyers nets,
- DCF.

Il en ressort les valeurs suivantes, extériorisant des plus-values latentes en toutes hypothèses sur les actifs immobiliers apportés :

En M€	VNC	Maximum	Médiane
Immeuble Ponant 1	111,6	133,0	133,0
SCI Ponant Plus	40,9	50,5	48,3
Immeubles d'habitation	5,9	13,3	12,7
Total	158,4	194,0	191,2

4.5.3 Appréciation de la valorisation des actifs immobiliers

L'immeuble Ponant 1 et les immeubles constituant les actifs de la SCI Ponant Plus ont été valorisés par un expert²⁹ en octobre 2008 ; ce sont ces mêmes valeurs qui sont

²⁹ Cf. rapport de la société DTZ Eurexi.

reprises dans le cadre de la présente opération de fusion-absorption. Les immeubles d'habitation quant à eux ont été valorisés en interne par les experts en immobilier de BPCE, société absorbante.

Nous avons examiné les rapports d'expertises, dont les conditions financières sont anciennes et ne nous permettent pas d'apprécier pleinement la valeur de ces actifs. Toutefois, nous avons noté que l'ensemble des biens est occupé par des sociétés du Groupe Banques Populaires et avons eu confirmation qu'il n'est pas prévu de changement dans cet état³⁰. Ainsi, à condition de loyer et d'état d'occupation inchangés, nous estimons que les valeurs d'expertises, qui confortent les valeurs d'apport, ne sont pas susceptibles d'être remises en cause.

4.6. Autres postes d'actif et de passif transmis par BPP

BPP fait apport à titre de fusion à BPCE de l'ensemble des éléments d'actif et de passif liés tels qu'ils ressortent de ses comptes arrêtés au 31 décembre 2009 (§ 4 chapitre introductif).

Nous avons pris connaissance de ces comptes, ainsi que du rapport de certification des commissaires aux comptes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2009.

Au terme de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'anomalie significative et n'avons pas eu connaissance d'événement susceptible de remettre en cause la valeur nette comptable des éléments transférés autres que les actifs financiers et immobiliers commentés ci-dessus (§ 4.1 à § 4.5).

4.7. Evénements de la période intercalaire

Ainsi qu'indiqué dans le projet de traité de fusion, BPP envisage également de faire apport de divers éléments d'actif acquis ou de passif émis, résultant d'opérations intervenues ou à intervenir entre la date d'effet du 1^{er} janvier 2010 et la date de réalisation des apports. Ces opérations, qui sont soumises le cas échéant à l'approbation des organes compétents des sociétés concernées, concernent notamment :

- l'augmentation de capital en numéraire de 7.101.585,60 €,
- la provision pour perte intercalaire relative à la différence entre (i) la valeur des biens et droits apportés à la date de réalisation de l'apport et (ii) leur valeur nette comptable à la date du 1^{er} janvier 2010 majorée de l'augmentation de capital en numéraire., égale à 11.406.864 €.

Nous avons pris connaissance des projets de résolution de l'Assemblée générale des actionnaires de BPP et de la méthode de détermination de la provision pour perte de

³⁰ A ce jour aucun changement n'est prévu en ce qui concerne l'occupation et le niveau des loyers des actifs immobiliers Ponant Plus et Ponant Parc ; un contrat de bail concernant Ponant 1 a été conclu le 30 juin 2010 avec la Préfecture de Paris.

rétroactivité. Nous nous sommes assurés de l'adéquation entre le montant de l'augmentation de capital nécessaire à la couverture de la provision.

4.8. Synthèse

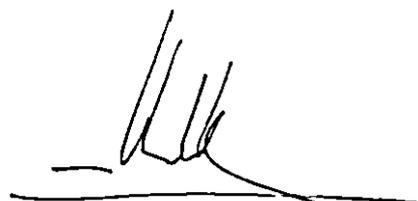
La fusion-absorption de BPP par BPCE est assimilable à une opération de restructuration interne ne contribuant pas, au titre des apports consentis, à ajouter de la valeur au patrimoine comptable de BPP appréhendé au 31 décembre 2009.

Après prise en compte d'une provision pour perte intercalaire susceptible d'amortir l'impact d'événements survenus depuis lors, la valeur d'apport, bien que haute dans notre intervalle d'évaluation multicritères, nous paraît acceptable.

5. CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 101.585,60€ n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante majorée de la prime de fusion.

Fait à Paris, le 5 juillet 2010.



Dominique LEDOUBLE



Michel LEGER

Commissaires aux comptes,
Membres de la Compagnie Régionale de Paris