

RCS : CRETEIL
Code greffe : 9401

Actes des sociétés, ordonnances rendues en matière de société, actes des personnes physiques

REGISTRE DU COMMERCE ET DES SOCIETES

**Le greffier du tribunal de commerce de CRETEIL atteste l'exactitude des informations
transmises ci-après**

Nature du document : Actes des sociétés (A)

Numéro de gestion : 2013 B 03551
Numéro SIREN : 433 975 224
Nom ou dénomination : BPIFRANCE INVESTISSEMENT

Ce dépôt a été enregistré le 04/11/2020 sous le numéro de dépôt 23549



BPIFRANCE FINANCEMENT

27-31, avenue du Général Leclerc
94710 Maisons-Alfort

FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION DE LA SOCIÉTÉ BPIFRANCE PAR LA SOCIÉTÉ BPIFRANCE FINANCEMENT

RAPPORT DU COMMISSAIRE À LA FUSION SUR LA VALEUR DES APPORTS

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



À l'attention des Actionnaires de la société Bpifrance Financement,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Président du Tribunal de Commerce de Créteil en date du 15 juillet 2020, concernant la fusion par absorption de la société Bpifrance SA (ci-après « **Bpifrance** » ou la « **Société Absorbée** ») par la société Bpifrance Financement SA (ci-après « **Bpifrance Financement** » ou la « **Société Absorbante** »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce. Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération des apports.

La valeur des apports a été arrêtée dans le projet de traité de fusion signé le 25 septembre 2020 par les représentants de Bpifrance et de Bpifrance Financement (ci-après le « **Projet de Traité de Fusion** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. À 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 professionnelle 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 nominale des actions à émettre par la Société Absorbante majorée de la prime de fusion.

Notre mission prenant fin avec le dépôt de notre rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et des circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et de notre conclusion, présentées ci-après, selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports
3. Conclusion

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1. Contexte de l'opération

La fusion (ci-après la « **Fusion** ») entre Bpifrance et Bpifrance Financement est une des étapes nécessaires à la mise en œuvre du plan de relance de l'économie annoncé dans le contexte actuel de la crise sanitaire et économique liée au Covid-19.

Permise par l'ordonnance n°2020-739 du 17 juin 2020 portant réorganisation de la Banque publique d'investissement et modifiant l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement, la Fusion a pour objectif d'augmenter les capacités d'action de Bpifrance et ses filiales, notamment en termes d'octroi de garanties aux entreprises, et de simplifier l'organisation du groupe Bpifrance¹ (ci-après le « **Groupe BPI** »).

Elle permettra par ailleurs à Bpifrance Financement de souscrire à une augmentation du capital de la société Bpifrance Participations (ci-après « **Bpifrance Participations** »), afin de permettre le remboursement du financement temporaire qui lui a été accordé par la Caisse des Dépôts (ci-après « **CDC** ») au cours de l'été 2020.

À cet effet, il est prévu que la Fusion soit structurée sous la forme d'une « fusion à l'envers » consistant en l'absorption de Bpifrance par sa filiale Bpifrance Financement.

À l'issue de la Fusion, le capital² de l'entité fusionnée, renommée Bpifrance, sera détenu :

- à 49,3% par l'EPIC Bpifrance ;
- à 49,3% par la CDC ;
- à hauteur de 1,4% par les actionnaires minoritaires de Bpifrance Financement³.

1.2. Sociétés concernées et liens en capital

1.2.1. Société Absorbante, Bpifrance Financement

Bpifrance Financement est une société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 320 252 489, sise 27-31, avenue du Général Leclerc, à Maisons-Alfort (94710). Elle clôture ses comptes le 31 décembre de chaque année.

Son capital social de 839.907.320 € est divisé en 104.988.415 actions de 8 € de valeur nominale chacune.

¹ Constitué des sociétés Bpifrance, Bpifrance Financement, Bpifrance Participations et Bpifrance Assurance Export ainsi que de leurs filiales respectives.

² Hors actions d'autocontrôle.

³ Les actionnaires minoritaires détiennent actuellement, avant la Fusion, environ 9,2% du capital de Bpifrance Financement.

En intégrant l'acquisition par Bpifrance de 1.260 actions de Bpifrance Financement, intervenue le 10 mars 2020, le capital de Bpifrance Financement se répartit comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital
Bpifrance	95 307 535	90,8%
Autres actionnaires	9 680 880	9,2%
Total	104 988 415	100%

Dans le cadre d'un programme d'émission d'EMTN⁴, Bpifrance Financement dispose d'un encours total de 32.779 milliards⁵ d'euros de dette obligataire.

Conformément à l'ordonnance n°2005-722 du 29 juin 2005 relative à la création de la Banque Publique d'Investissement (ci-après l'« **Ordonnance** »), Bpifrance Financement est agréée en qualité d'établissement de crédit et a pour objet principal d'exercer les missions d'intérêt général visant à :

- promouvoir la croissance par l'innovation et le transfert de technologies, dans les conditions mentionnées à l'article 9 de l'Ordonnance ;
- favoriser le développement économique en prenant en charge une partie du risque résultant des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises ; et
- contribuer aux besoins spécifiques de financement des investissements et des créances d'exploitation des petites et moyennes entreprises.

Bpifrance Financement participe également au renforcement de l'action nationale et locale en faveur de l'entrepreneuriat pour favoriser la création et les reprises d'entreprises, ou aider au développement des très petites, des petites et des moyennes entreprises.

Bpifrance Financement détient des participations représentant :

- 99,98% du capital de la société Bpifrance Régions ; et
- la totalité du capital de la société Bpifrance Courtage.

1.2.2.Société Absorbée, Bpifrance

Bpifrance est une société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 507 523 678, sise 27-31, avenue du Général Leclerc, à Maisons-Alfort (94710). Elle clôture ses comptes le 31 décembre de chaque année.

⁴ Euro Medium Term Notes.

⁵ Au 26 août 2020.

Le capital social de Bpifrance, d'un montant de 20.847.285.577,04 €, est divisé en 2.140.378.396 actions de 9,74 € de valeur nominale chacune. Il se répartit comme suit⁶ :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital
EPIC Bpifrance	1 070 189 197	50,0%
L'Etat	1	0,0%
CDC	1 070 189 198	50,0%
Total	2 140 378 396	100,0%

Bpifrance est la société faîtière du Groupe BPI et a été créée par la loi n°2012-1559 du 31 décembre 2012. Ses trois filiales sont les sociétés suivantes :

- Bpifrance Financement, avec une participation représentant 90,8% de son capital (§ 1.2.1) ;
- Bpifrance Participations, qui elle-même détient notamment la société Bpifrance Investissement ;
- Bpifrance Assurance Export (ci-après « **Bpifrance AE** »).

Conformément à l'Ordonnance, Bpifrance a pour objet d'exercer, directement ou par l'intermédiaire de ses filiales, les missions d'intérêt général suivantes :

- promouvoir la croissance par l'innovation et le transfert de technologies, dans les conditions mentionnées à l'article 9 de l'Ordonnance ;
- favoriser le développement économique en prenant en charge une partie du risque résultant des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises ; et
- contribuer aux besoins spécifiques de financement des investissements et des créances d'exploitation des petites et moyennes entreprises.

Bpifrance a également pour objet⁷ d'agir en faveur :

- du financement en fonds propres des entreprises⁸ ;
- de la promotion du capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises.

1.2.3.Liens entre les sociétés

Préalablement à la Fusion, l'EPIC Bpifrance et la CDC détiennent :

- la totalité du capital et des droits de vote de Bpifrance ;
- 90,8% du capital et des droits de vote de Bpifrance Financement au travers de Bpifrance.

⁶ L'action détenue par l'État a été prêtée par l'EPIC Bpifrance et il est convenu que celle-ci lui soit restituée avant la réalisation de la Fusion.

⁷ Directement ou par l'intermédiaire de ses filiales.

⁸ En ce incluses les petites et les moyennes entreprises, des entreprises de taille intermédiaire de croissance technologiques ou industrielles ainsi que des grandes entreprises.

En outre, la Société Absorbante et la Société Absorbée ont trois dirigeants en commun :

- Monsieur Nicolas Dufourcq, Directeur général et administrateur de chacune des deux sociétés ;
- Madame Carole Abbey et Madame Claire Dumas, administratrices de chacune des deux sociétés.

1.3. Description et évaluation des apports

Les modalités de réalisation de la Fusion sont présentées de façon détaillée dans le Projet de Traité de Fusion. En substance, ces modalités peuvent être résumées comme suit.

1.3.1. Patrimoine apporté

Aux termes du Projet de Traité de Fusion, les actifs apportés et les passifs transmis à Bpifrance Financement consisteront en l'intégralité du patrimoine de Bpifrance tel qu'il existera à la date de réalisation de la Fusion, définie ci-après (§ 1.3.2).

1.3.2. Date de réalisation – Date d'effet – Rétroactivité

Sous réserve de la levée des conditions suspensives, mentionnées à l'article 8 du Projet de Traité de Fusion (§ 1.3.4), la réalisation définitive de la Fusion interviendra le jour de la levée de la dernière des conditions suspensives, à 23h59.

En application de l'article L. 236-4 2° du Code de commerce, la Société Absorbante et la Société Absorbée sont convenues de donner à la Fusion un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2020 et tireront toutes les conséquences, d'un point de vue comptable et fiscal, de l'effet rétroactif donné à la Fusion au 1^{er} janvier 2020.

1.3.3. Régime fiscal

La Fusion est placée sous le régime fiscal de faveur des fusions prévu à l'article 210 A du Code général des impôts.

En matière de droits d'enregistrement, la Fusion bénéficiera des dispositions de l'article 816 du Code général des impôts.

1.3.4. Conditions suspensives

La réalisation de la Fusion est soumise à la levée des conditions suspensives suivantes :

- son autorisation préalable par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ;
- son autorisation préalable par la Banque Centrale Européenne ;
- l'approbation du Projet de Traité de Fusion et de la Fusion par décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bpifrance et de Bpifrance Financement ;

- la modification des statuts de la Société Absorbante pour les mettre en conformité avec l'Ordonnance de 2020⁹.

1.3.5. Description et évaluation des apports

1.3.5.1. Méthode d'évaluation des apports

Conformément aux articles 743-1 et suivants du règlement 2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables (ANC) relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, tel que modifié par le règlement n° 2017-01 du 5 mai 2017 relatif au plan comptable général¹⁰ (le « **Règlement** »), s'agissant d'une opération à l'envers entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actifs apportés et de passifs transmis seront retenus pour leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de Bpifrance.

1.3.5.2. Actifs apportés et passifs transmis

Les actifs apportés et les passifs pris en charge à la date d'effet comptable et fiscal de la Fusion, fixée au 1^{er} janvier 2020, se décomposent comme suit :

K€	Valeur brute comptable au 31/12/2019	Amortissements / provisions au 31/12/2019	Valeur nette comptable au 31/12/2019
Titres de participation	21 132 325	-	21 132 325
Prêt subordonné	530 000	-	530 000
Créances rattachées	2 216	-	2 216
Immobilisations financières	21 664 541	-	21 664 541
Créances	26 405	-	26 405
Disponibilités	100 995	-	100 995
Actif circulant	127 400	-	127 400
Total des actifs apportés (1)	21 791 941	-	21 791 941
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			12 139
Dettes fiscales et sociales			652
Dettes d'exploitation			12 791
Autres dettes			9
Dettes fiscales (impôt sur les bénéfices)			2 648
Dettes diverses			2 658
Total des passifs transférés (2)			15 449
Actifs apportés (1)			21 791 941
Passifs pris en charge (2)			15 449
Actif net apporté (1) - (2)			21 776 492

⁹ Par décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bpifrance Financement.

¹⁰ Titre VII – Comptabilisation et évaluation des opérations de fusion et opérations assimilées.

Les titres de participation apportés, qui font partie intégrante de l'actif net apporté, sont les suivants :

K€	# actions apportées	% capital	Valeur nette comptable au 31/12/2019
Participation Bpifrance Participations	2 417 572 473	100,0%	18 375 378
Participation Bpifrance Financement	95 306 275	90,8%	2 726 947
Participation Bpifrance AE	30 000	100,0%	30 000
Titres de participation			21 132 325

Aux termes du Projet de Traité de Fusion, les parties ont arrêté la valeur de l'actif net apporté à un montant de 21.776.492.015,70 €.

Bpifrance a procédé à la distribution d'un acompte sur dividendes en décembre 2019 ; aucun autre dividende n'a été versé depuis.

Il est par ailleurs précisé dans le Projet de Traité de Fusion que les engagements hors bilan de la Société Absorbée¹¹ seront transmis à la Société Absorbante.

1.3.6.Rémunération des apports

La rémunération des apports a été fixée dans le Projet de Traité de Fusion sur la base d'une comparaison des valeurs économiques des actions de Bpifrance et de Bpifrance Financement.

La méthode retenue par les parties pour déterminer ces valeurs économiques est décrite en annexe 2 du Projet de Traité de Fusion.

Sur ces bases, les parties ont arrêté un rapport d'échange de 16 actions Bpifrance pour 5 actions Bpifrance Financement émises en rémunération des apports.

En rémunération des apports, Bpifrance Financement procédera donc à l'émission de 668.868.240 actions¹² d'une valeur nominale de 8 € conduisant à une augmentation de capital d'un montant de 5.350.945.920 €. Le capital social de Bpifrance Financement sera ainsi porté de 839.907.320 € à 6.190.853.240 €.

La différence entre l'actif net apporté et le montant de l'augmentation de capital constituera une prime de fusion, dont le montant s'établira à 16.425.546.095,70 € :

€	
Actif net apporté	21 776 492 015,70
(-) Augmentation de capital	(5 350 945 920,00)
Prime de fusion	16 425 546 095,70

¹¹ Notamment les cautions données ou reçues.

¹² Pour éviter les rompus, l'EPIC Bpifrance et la CDC ont renoncé chacun à la rémunération de 14 actions Bpifrance.

Compte tenu des actions de Bpifrance Financement détenues préalablement à la Fusion par Bpifrance, la Société Absorbante procédera immédiatement après l'augmentation du capital à l'annulation de 93.856.655 de ses propres actions¹³ reçues au titre des apports ; à cet effet, elle réduira son capital d'un montant de 750.853.240 €.

La différence de 1.933.789.533,12 € entre la valeur nette d'apport des actions Bpifrance Financement annulées, soit 2.684.642.773,12 €¹⁴, et leur valeur nominale, soit 750.853.240 €, sera imputée sur la prime de fusion :

€	
Valeur nette d'apport des actions annulées	2 684 642 773,12
(-) Valeur nominale des actions annulées	(750 853 240,00)
Imputation sur la prime de fusion	1 933 789 533,12
Prime de fusion	16 425 546 095,70
Prime de fusion après réduction du capital	14 491 756 562,58

2. Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1. Diligences mises en œuvre

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Société Absorbante sur la valeur des apports.

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 ; notre rapport ne peut pas être utilisé dans ce contexte. Par ailleurs, la Fusion est une des étapes de la réorganisation du Groupe BPI sur laquelle nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, patrimonial, fiscal, juridique ou comptable.

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. Comme il est d'usage, nous avons considéré sincères les informations et les documents qui nous ont été communiqués par les équipes du Groupe BPI.

¹³ À l'issue de cette annulation, la Société Absorbante détiendra 1.450.880 actions auto-détenues, en ce incluses les 1.260 actions acquises par Bpifrance au cours de la période intercalaire (§ 1.2.1).

¹⁴ Par application de la méthode « *first in first out* ».

Nos travaux ont notamment intégré :

- des entretiens avec les responsables des services en charge de la Fusion, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle s'inscrit ;
- une revue du Projet de Traité de Fusion signé le 25 septembre 2020 par Bpifrance et Bpifrance Financement et de ses annexes ;
- une revue de la réalité, de la pleine propriété et de la libre transmissibilité des titres de participation apportés ;
- un contrôle de la conformité du principe de valorisation des apports avec les dispositions de la réglementation comptable applicable ;
- une prise de connaissance de la communication financière de Bpifrance et de ses filiales ;
- une revue des comptes individuels et consolidés au titre des deux derniers exercices clos de Bpifrance et de ses filiales ainsi que de l'opinion des commissaires aux comptes sur ces comptes individuels et consolidés ;
- une prise de connaissance des rapports d'examen limité des commissaires aux comptes sur l'état comptable intermédiaire et les comptes consolidés de Bpifrance et de Bpifrance Financement au 30 juin 2020 ;
- l'examen du dernier plan d'affaires et du budget 2020 actualisé puis révisé¹⁵ de Bpifrance ainsi que celui de ses filiales¹⁶ ;
- l'examen des travaux de valorisation de Bpifrance et de ses filiales¹⁷ menés par le conseil financier du Groupe BPI et les équipes de Bpifrance Participations ;
- l'appréciation de la pertinence des méthodes de valorisation retenues et des paramètres utilisés dans les travaux précités ;
- la mise en œuvre de nos propres travaux d'évaluation de la valeur économique des apports ;
- la mesure de la sensibilité de la valeur économique des apports à la variation des principaux paramètres d'évaluation retenus.

Nous avons également obtenu une lettre d'affirmation de la part du Directeur général de la Société Absorbée confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission, notamment l'absence de tout élément susceptible d'affecter la libre transmission des actifs apportés et des passifs transmis ainsi que de tout événement de nature à remettre en cause l'évaluation des apports.

¹⁵ Sur la base des réalisations à fin juin 2020 et des dernières informations économiques disponibles dans le contexte actuel de crise sanitaire et économique.

¹⁶ Dont Bpifrance Financement.

¹⁷ Dont Bpifrance Financement.

2.2. Méthode de valorisation des apports

Comme exposé § 1.3.5.1 du présent rapport, aux termes du Projet de Traité de Fusion, les apports sont retenus pour leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de la Société Absorbée à la date d'effet comptable et fiscal de la Fusion.

À ce titre, nous observons que :

- la Fusion, portant sur deux sociétés françaises, est régie par les dispositions des articles L. 236-1 et suivants du Code de commerce et que, dès lors, elle est soumise aux dispositions du Règlement ;
- avant la Fusion, les sociétés Bpifrance et Bpifrance Financement se trouvent dans une situation de « contrôle commun », au sens de l'article 741-1 du Règlement ;
- la présente opération constitue une fusion « à l'envers », dans la mesure où les actionnaires de référence de la Société Absorbée prennent le contrôle de la Société Absorbante après la Fusion ;
- en application du Règlement, l'évaluation des apports est donc à réaliser sur la base de la valeur nette comptable des éléments apportés.

En conséquence, la méthode de valorisation des apports retenue dans le Projet de Traité de Fusion n'appelle pas d'observation de notre part.

2.3. Réalité des apports

Nous avons apprécié la réalité des apports en vérifiant l'absence d'élément susceptible de remettre en cause leur caractère transférable au titre de la Fusion.

La Fusion constituant une transmission universelle de patrimoine, l'ensemble des éléments d'actif et de passif de Bpifrance seront transférés à la société Bpifrance Financement avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2020, comme rappelé à l'article 12 du Projet de Traité de Fusion.

À cet égard, nous nous sommes assurés que :

- les comptes sociaux et consolidés¹⁸, au 31 décembre 2019, de Bpifrance et de ses filiales ont été certifiés sans réserve par leurs commissaires aux comptes ;
- les comptes consolidés et les comptes individuels de Bpifrance au 30 juin 2020 ont fait l'objet d'un examen limité sans observation par ses commissaires aux comptes ;
- les registres des mouvements de titres de l'ensemble des sociétés¹⁹ dont les titres sont apportés confirment leur détention par la Société Absorbée.

Bpifrance nous a également confirmé l'absence de contrainte liée au transfert des titres de participation apportés.

¹⁸ Seules BPI France et BPI Financement établissent des comptes consolidés.

¹⁹ Bpifrance Financement, Bpifrance Participations et Bpifrance AE.

2.4. Valeur individuelle des apports

La valeur individuelle des apports correspond à leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de la Société Absorbée au 31 décembre 2019, qui ont été établis suivant les règles et principes comptables français, et certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes de Bpifrance.

Nous avons procédé à l'analyse des valeurs individuelles des éléments composant les actifs apportés et les passifs transmis, en examinant plus particulièrement la valeur des titres de participation qui représentent l'essentiel du patrimoine de Bpifrance.

Compte tenu de leur nature²⁰, les autres actifs apportés et les passifs transmis ne recèlent pas de moins-value par rapport à leur valeur nette comptable.

2.4.1. Opinion des commissaires aux comptes

Nous avons constaté que :

- les comptes sociaux de Bpifrance et de ses filiales au 31 décembre 2019 ont été établis en conformité avec les principes et les règles comptables applicables, et qu'ils ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- les titres des trois participations de Bpifrance ont fait l'objet de tests de dépréciation au 31 décembre 2019 et au 30 juin 2020 qui n'ont pas révélé d'indice de perte de valeur.

2.4.2. Valeur économique des titres de participation

Dans la détermination du rapport d'échange retenu pour la Fusion, les titres de participation de Bpifrance ont été évalués par le conseil du Groupe BPI, en collaboration avec les équipes financières de Bpifrance Participations²¹.

Nous présentons, ci-après, les méthodes d'évaluation retenues par le Groupe BPI et son conseil, ainsi que les diligences que nous avons effectuées afin de nous assurer de l'absence de surévaluation des apports, notamment dans le contexte actuel de la crise sanitaire et économique.

2.4.2.1. Bpifrance Participations

Travaux menés par les équipes de Bpifrance Participations

Bpifrance Participations a été évaluée par le conseil du Groupe BPI en valeur patrimoniale, reflétée par son actif net réévalué au 30 juin 2020 (ci-après « ANR ») ; l'ANR se fonde sur :

- les capitaux propres consolidés de Bpifrance Participations au 30 juin 2020, établis selon le référentiel IFRS ;

²⁰ Principalement des disponibilités.

²¹ Sur la base des dernières prévisions à court et moyen terme établies par le *management* du Groupe BPI (plan à moyen terme 2020 et budget 2020 révisé puis actualisé).

- > un ajustement des valeurs IFRS au 30 juin 2020 des sociétés cotées du portefeuille « Grandes Entreprises » de Bpifrance Participations ainsi que des sociétés mises en équivalence, sur la base de l'analyse multicritère réalisée par les équipes de Bpifrance Participations ;
- > l'annulation des décotes d'illiquidité intégrées dans les valeurs IFRS au 30 juin 2020 des autres sociétés cotées du portefeuille de Bpifrance Participations au regard de la stratégie de détention à long-terme de Bpifrance Participations ;
- > la prise en compte d'un taux d'impôt court terme, appliqué aux plus-values latentes estimées pour chaque ligne de participations par rapport à leur valeur nette comptable IFRS au 30 juin 2020 ;
- > la valorisation intrinsèque de l'activité « investissement », filiale de Bpifrance Participations ;
- > le chiffrage des frais, nets des subventions, inhérents à l'exercice de l'activité d'accompagnement qui relève de la mission confiée à Bpifrance Participations.

Appréciation du commissaire à la fusion

La méthode de l'ANR nous paraît adaptée à l'évaluation du portefeuille de titres qui constitue le principal actif de Bpifrance Participations.

Conformément à la pratique en matière de valorisation d'entreprise, nous nous sommes attachés à apprécier, en conduisant nos propres travaux d'évaluation, l'ANR de Bpifrance Participations qui nous a été communiqué.

Nous avons notamment :

- > déterminé l'ANR de Bpifrance Participations à partir de l'actif net comptable social au 30 juin 2020²², en lieu et place des capitaux propres consolidés au 30 juin 2020 retenus par le conseil du Groupe BPI ;
- > procédé à une analyse de sensibilité de la valeur du portefeuille de titres cotés de Bpifrance Participations, sans distinction de taille, en fonction :
 - des cours récents, des cours moyens pondérés un et trois mois au 1^{er} septembre 2020, ainsi que des cours cible des analystes financiers ;
 - de l'exploitation des travaux du *management* du Groupe BPI, en les confrontant à une analyse boursière²³ à compter du 1^{er} septembre 2020 ;
 - des dernières acquisitions et cessions de titres, actées et attendues au 30 septembre 2020 ;
- > appliqué, pour chaque ligne de participations, la fiscalité sur les plus-values latentes découlant du régime long terme et court terme, en fonction des caractéristiques, du pourcentage de détention et du classement comptable des titres du portefeuille de Bpifrance Participations ;

²² Cet actif net comptable a été utilisé pour déterminer la contribution de Bpifrance Participations aux capitaux propres consolidés de Bpifrance au 30 juin 2020.

²³ Étude de l'évolution des cours et examen des notes d'analystes.

- reconduit la valorisation intrinsèque de l'activité « investissement », filiale de Bpifrance Participations, ainsi que le chiffrage des frais, nets des subventions, inhérents à l'exercice de l'activité d'accompagnement relevant de la mission confiée à Bpifrance Participations ;
- porté en diminution de l'ANR les coûts de fonctionnement²⁴ de Bpifrance Participations.

Nos travaux ont permis de confirmer l'absence de surévaluation de la valeur d'apport des titres de Bpifrance Participations.

Dès lors, la valeur individuelle de l'apport des titres de Bpifrance Participations n'appelle pas d'observation de notre part.

2.4.2.2. *Bpifrance Financement*

Travaux menés par le conseil du Groupe BPI

La valeur des titres Bpifrance Financement a été appréciée par le conseil du Groupe BPI par référence à une valorisation multicritère fondée sur :

- une méthode d'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux de résultat disponibles pour l'actionnaire, après prise en compte des exigences de fonds propres réglementaires et de rendement des actionnaires ;
- une méthode patrimoniale (ANR) à partir des capitaux propres consolidés au 30 juin 2020, établis selon le référentiel IFRS et ajustés de la juste valeur des actifs nette des passifs²⁵.

Appréciation du commissaire à la fusion

La méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponibles pour l'actionnaire, après prise en compte des exigences de capitaux réglementaires, consiste à appliquer le principe financier selon lequel la valeur de la société est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie qu'elle génère.

Cette méthode nous paraît adaptée à l'activité de Bpifrance Financement, dans la mesure où elle permet d'appréhender :

- sa rentabilité prévisionnelle, elle-même fondée sur les prévisions d'exploitation à moyen terme établies par le *management* de Bpifrance Financement, qui en maîtrise les caractéristiques ;
- sa situation financière, au travers de sa structure de financement et de ses fonds propres réglementaires ;
- le risque d'exécution des prévisions dans le taux d'actualisation.

²⁴ Frais de holding.

²⁵ Prise en compte de la juste valeur des immeubles hors exploitation et exclusion de la juste valeur des actifs/passifs comptabilisés au coût amorti en raison de l'absence de liquidité de ces actifs/passifs.

Conformément à la pratique en matière de valorisation, nous avons apprécié le plan d'affaires du *management* qui correspond au plan à moyen terme 2020 ajusté de l'impact Covid-19 via le budget 2020 révisé.

Nous avons ensuite effectué des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de l'évaluation telles que :

- le taux d'actualisation ;
- le taux de croissance à long terme ;
- la rentabilité nette normative à l'horizon du plan d'affaires.

À titre complémentaire, nous observons que la dernière référence transactionnelle, en date du mois de mars 2020, portant sur le rachat de 1.260 actions Bpifrance Financement par Bpifrance (§ 1.2.1), conforte la valeur individuelle des apports.

Dans notre appréciation, nous avons également tenu compte de l'indicateur de valeur que constituent les capitaux propres consolidés au 30 juin 2020, selon le référentiel IFRS, de Bpifrance Financement, les comptes consolidés semestriels de la société ayant fait l'objet d'un rapport d'examen limité sans observation des commissaires aux comptes.

Au vu :

- des comptes consolidés au 30 juin 2020 de Bpifrance Financement,
- de son plan d'affaires,
- de son évaluation menée par le conseil du Groupe BPI, et
- de nos analyses de sensibilité de la valeur à différents paramètres,

nous considérons que la valeur d'apport des titres Bpifrance Financement n'est pas surévaluée.

Dès lors, la valeur individuelle de l'apport des titres de Bpifrance Financement n'appelle pas d'observation de notre part.

2.4.2.3. *Bpifrance AE*

Travaux menés par le conseil du Groupe BPI

La valeur intrinsèque des titres Bpifrance AE repose sur une actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, lesquels dépendent des modalités, régies par convention, de rémunération des services rendus par Bpifrance AE à l'État. La convention actuellement en vigueur court jusqu'en 2022.

Le conseil du Groupe BPI a pris l'hypothèse, au-delà de 2022, de la reconduction perpétuelle du mandat de l'État en estimant une valeur terminale sur la base d'un flux réputé normatif.

Appréciation du commissaire à la fusion

La méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie d'exploitation consiste à appliquer le principe financier selon lequel la valeur d'un actif est égale à la somme des revenus nets qu'il est susceptible de générer dans le futur.

Cette méthode nous paraît adaptée à l'activité de Bpifrance AE, dans la mesure où elle permet d'appréhender :

- sa rentabilité prévisionnelle, elle-même fondée sur les prévisions d'exploitation à moyen terme établies par le *management* de Bpifrance AE, qui en maîtrise les caractéristiques ;
- le risque d'exécution de ces prévisions via un taux d'actualisation adapté à l'activité de Bpifrance AE.

Conformément à la pratique en matière de valorisation, des analyses de sensibilité ont été menées sur une variation des paramètres d'évaluation, dont le taux d'actualisation.

Afin de prendre en compte le risque de non-reconduction du mandat de l'État, nous avons examiné la valorisation découlant des flux de trésorerie bornés à l'horizon 2022 (date de fin du contrat). À cette date, nous avons considéré que Bpifrance AE percevrait l'indemnité prévue au contrat lors de sa rupture. La valorisation découlant de l'analyse du cas de non-reconduction du mandat de l'État, dans cette hypothèse liquidative, conforte néanmoins la valeur individuelle de l'apport des titres Bpifrance AE.

Dès lors, la valeur individuelle de l'apport des titres de Bpifrance AE n'appelle pas d'observation de notre part.

2.5. Appréciation de la valeur globale des apports

Nous avons également apprécié la valeur globale des apports, d'un montant total de 21.776.492.015,70 €, considérée dans son ensemble.

Pour ce faire, nous nous sommes notamment référés :

- aux capitaux propres consolidés et aux capitaux propres sociaux de Bpifrance au 30 juin 2020 ;
- à la valorisation globale de Bpifrance extériorisée par le rapport d'échange proposé de 16 actions Bpifrance²⁶ pour 5 actions Bpifrance Financement émises en rémunération des apports ;
- à la valorisation patrimoniale de Bpifrance, composée principalement de la somme des valeurs individuelles des titres de participation apportés.

Les valorisations comptable, économique et patrimoniale confortent la valeur globale des apports qui, dès lors, n'appelle pas de commentaire de notre part.

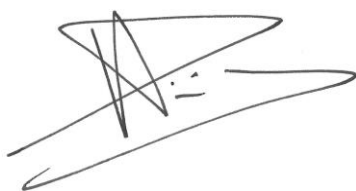
²⁶ Dans le cadre de la détermination de la rémunération des apports, qui fait l'objet d'un rapport distinct de notre part, le Groupe BPI a déterminé, avec l'assistance de son conseil, la valeur économique de la Société Absorbée et de ses filiales. Cette valeur économique repose essentiellement sur une évaluation patrimoniale associée à une évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponibles aux actionnaires, après prise en compte de la contrainte de fonds propres.

3. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur globale des apports de 21.776.492.015,70 € 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.

Paris, le 2 novembre 2020

LEDOUBLE SAS

A stylized, abstract signature in black ink, featuring several overlapping loops and a long horizontal stroke at the bottom.

Agnès PINIOT

A stylized, abstract signature in black ink, consisting of two main vertical strokes with several loops and a horizontal stroke at the bottom.

Sébastien SANCHO

Commissaires aux comptes
inscrits à la Compagnie Régionale de Paris