

Didier FAURY

140, boulevard Haussmann

75008 PARIS

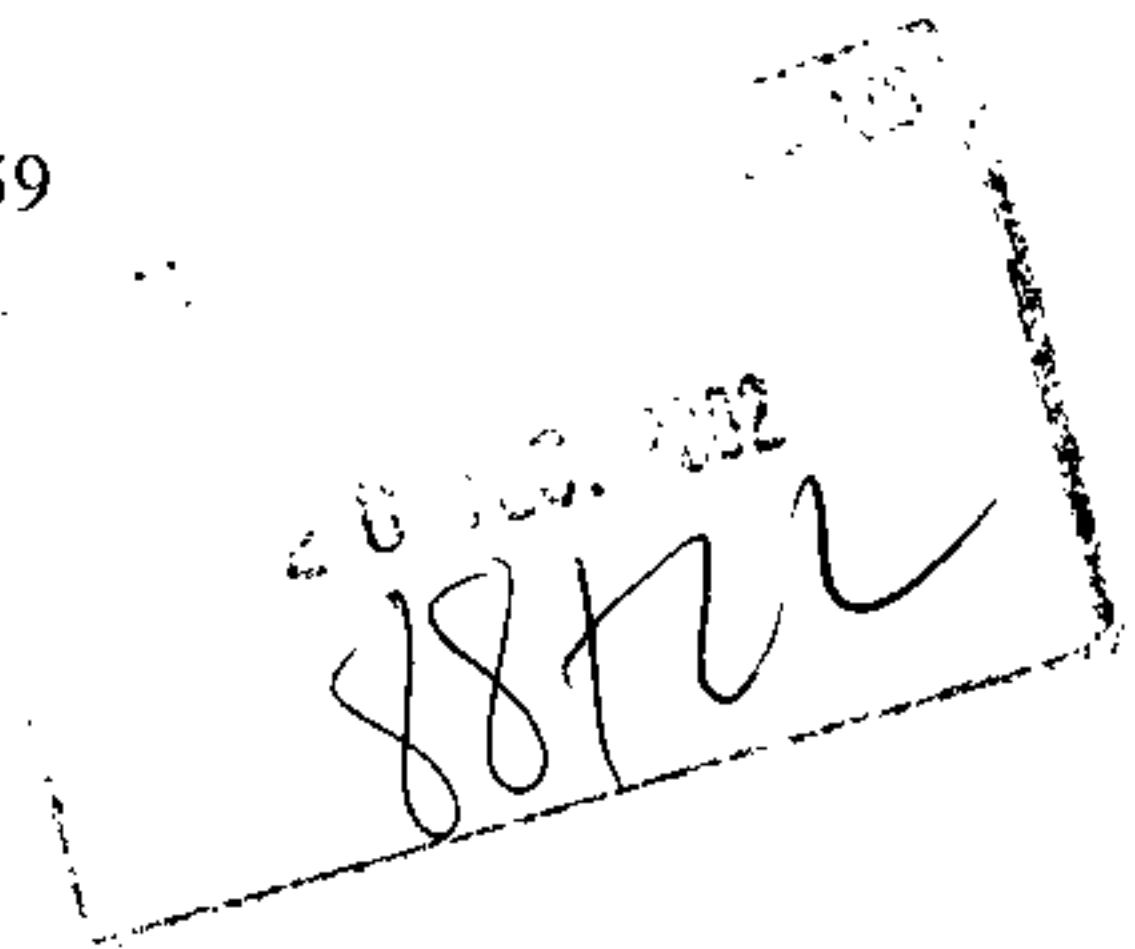
Olivier PERONNET

21-23, avenue Pierre 1^{er} de Serbie

75116 PARIS

NATEXIS PRIVATE EQUITY

Société Anonyme
à Directoire et Conseil de Surveillance
au capital de 423.645.625 €
5-7, rue de Monttessuy
75007 PARIS
RCS de Paris n° 301 292 959



=====

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA VALEUR DES APPORTS
DEVANT ETRE EFFECTUES
PAR LA SOCIETE DE PARTICIPATIONS ET D'ETUDES FINANCIERES
A LA SOCIETE NATEXIS PRIVATE EQUITY**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Paris
du 31 juillet 2002*

Didier FAURY

140, boulevard Haussmann

75008 PARIS

Olivier PERONNET

21-23, avenue Pierre 1^{er} de Serbie

75116 PARIS

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 31 juillet 2002 concernant la fusion par voie d'absorption de la SOCIETE DE PARTICIPATIONS ET D'ETUDES FINANCIERES (SPEF) par la société NATEXIS PRIVATE EQUITY, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L 236-10 du Code de Commerce.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 25 novembre 2002. 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 les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission ; ces normes requièrent 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 absorbante augmentée de la prime d'émission.

Notre rapport est organisé 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. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Les informations suivantes résultent du projet de traité de fusion signé en date du 25 novembre 2002 par les représentants des deux sociétés concernées.

1.1. Présentation des sociétés

1.1.1. Société absorbante

NATEXIS PRIVATE EQUITY est une Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance de droit français.

Son capital s'élève à 423.645.625 €, divisé en 18.419.375 actions de 23 € de nominal chacune, toutes de même catégorie.

Son siège social est sis 5-7, rue de Montessuy à Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés de Paris sous le numéro 301 292 959.

Elle a notamment pour objet :

- la prise de participations par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, commandite, souscription ou achat de titres ou droits sociaux, fusion, alliance, association en participation ou autrement ;
- la réalisation d'opérations financières.

1.1.2. Société absorbée

La SOCIETE DE PARTICIPATIONS ET D'ETUDES FINANCIERES (SPEF) est une Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance de droit français.

Son capital s'élève à 56.519.120 €, divisé en 3.532.445 actions de 16 € de nominal chacune, toutes de même catégorie.

Elle avait émis par délibérations de son assemblée générale extraordinaire du 9 février 2000 un emprunt obligataire convertible en actions représenté par 1.153.846 obligations donnant droit par voie de conversion à 1.153.846 actions nouvelles de même catégorie que les anciennes. L'Absorbante détenait l'intégralité des obligations convertibles et a procédé à leur conversion le

25 novembre 2002. Le capital de l’Absorbée a ainsi été porté de 38.057.584 € divisé en 2.378.599 actions à 56.519.120 € divisé en 3.532.445 actions.

Son siège social est sis 5-7, rue de Monttessuy à Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés de Paris sous le numéro 712 035 963.

Elle a pour notamment pour objet :

- la prise de participation ou d’intérêt par voie de création de sociétés, syndicats, groupements ;
- toutes opérations financières et études juridiques ;
- la réalisation de tous projets, toute gestion, administration ou direction de toute société, entreprise ;
- toutes prestations de services tant au profit et à destination de sociétés ou entreprises liées à la société que de tiers.

1.1.3. Liens en capital entre les deux sociétés

NATEXIS PRIVATE EQUITY détient 3.532.443 actions sur les 3.532.445 actions constitutives du capital de la SPEF.

1.2. Motifs et buts de l’opération

NATEXIS BANQUES POPULAIRES détient directement et indirectement deux holdings de participations :

- la société NATEXIS PRIVATE EQUITY, d’une part ;
- la société SOCIETE DE PARTICIPATIONS ET D’ETUDES FINANCIERES – SPEF, d’autre part.

Ces deux sociétés détiennent des filiales de gestion de portefeuille gérant des fonds communs de placements à risque (FCPR), des fonds communs de placement dans l’innovation (FCPI), des sociétés de capital risques (SCR) et/ou des participations dans différents véhicules d’investissement créés sous les formes sus-évoquées.

Ces sociétés ayant un objet social similaire, il a paru opportun de constituer une structure unique afin de faciliter la gestion commerciale et administrative de ces activités et, par la même, en réduire le coût de fonctionnement.

Les parties sont donc convenues de la fusion par voie d'absorption de la société SPEF par la société NATEXIS PRIVATE EQUITY.

1.3. Valeur d'apport

Les parties sont convenues d'effectuer les apports pour leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de la société SPEF arrêtés au 31 décembre 2001, après prise en compte :

- de la distribution de dividendes intervenue au titre de l'exercice 2001 et mise en paiement en novembre 2002,
- de l'augmentation de capital relative à la conversion, le 25 novembre 2002, de l'emprunt obligataire convertible.

Sur cette base, la valeur nette des apports s'élève à 66.173.545,55 €.

1.4. Description des apports

Selon les termes du projet de traité de fusion, l'actif apporté et le passif pris en charge, exprimés en euros, s'établissent tel qu'ils sont présentés en page suivante.

	Brut	Amortissement	Net
<u>ACTIF IMMOBILISE</u>			
Immobilisations incorporelles	186.365,19	166.277,88	20.087,31
Fonds de commerce ¹	2.298.367,19		2.298.367,19
Immobilisations corporelles	1.014.300,14	645.000,88	369.299,26
Immobilisations financières			
Participations	23.839.847,28	87.748,69	23.752.098,59
TIAP	11.110.600,93	3.496.054,71	7.614.546,22
Autres actifs immobilisés	34.521.066,31	8.001.841,65	26.519.224,66
Prêts	1.721.907,03		1.721.907,03
Autres	7.231,53		7.231,53
<u>ACTIF CIRCULANT</u>			
Créances clients et comptes rattachés	5.107.133,73	225.348,02	4.881.785,71
Autres créances	15.729.490,20		15.729.490,20
Valeurs mobilières de placement	10.456.996,27	65.871,50	10.391.124,77
Disponibilités	28.555,72		28.555,72
Charges constatée d'avance	271.076,68		271.076,68
<u>TOTAL ACTIFS APPORTES</u>	106.292.938,20	12.688.143,33	<u>93.604.794,87</u>
Provisions pour risques et charges			830.528,57
<u>DETTES</u>			
Emprunts et dettes sur établissements de crédit			960.462,19
Emprunts et dettes financières diverses			26.838.413,04
Dettes sur immobilisations			14.465.232,57
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			455.068,08
Dettes fiscales et sociales			2.668.035,12
Autres dettes			750.820,69
<u>TOTAL PASSIFS PRIS EN CHARGE</u>			<u>46.968.560,26</u>

¹ Le fonds de commerce a été apporté à une filiale, SPEF DEVELOPPEMENT, au 1^{er} janvier 2002.

Sur cette base, le montant net des apports a été déterminé de la manière suivante :

Total des actifs apportés	93.604.794,87 €
Total des passifs pris en charge	< 46.968.560,26 € >
Dividendes distribués	< 3.330.038,60 € >
Augmentation de capital	<u>22.867.349,54 €</u>
Actif net apporté	66.173.545,55 €

1.5. Conditions de rémunération de l'apport

La rémunération des apports a été fixée par comparaison des valeurs relatives correspondant à l'actif net réévalué des plus-values latentes nettes d'impôt sur le portefeuille de titres au 30 septembre 2002.

Compte tenu du rapport d'échange ainsi obtenu de 1 action de la société NATEXIS PRIVATE EQUITY pour 2 actions de la société SPEF, le nombre de titres de NATEXIS PRIVATE EQUITY à créer en rémunération de l'apport s'élève à 1.766.222.

Toutefois, dans la mesure où l'absorbante renonce à ses droits dans l'augmentation de capital, il ne sera créé qu'une action.

NATEXIS PRIVATE EQUITY procédera en conséquence à une augmentation de son capital de 23 € par création d'une action nouvelle de 23 € de nominal, laquelle sera attribuée aux autres actionnaires de SPEF.

Le montant de la prime de fusion s'élèvera à 14,47 €. Il est déterminé par différence entre :

- d'une part, le montant de la quote-part d'actif net apporté correspondant aux actions rémunérées, soit 37,47 €,
- et, d'autre part, le montant de l'augmentation de capital en nominal, soit 23,00 €.

Le montant du mali de fusion s'élèvera à 22.221.092,02 €. Il se décompose de la manière suivante :

- d'une part, le mali de fusion issu de la participation détenue par l'absorbante dans l'absorbée au 31 décembre 2001, soit 13.646.722,45 €, déterminé par différence entre :
 - la valeur nette comptable des titres SPEF dans les livres de NATEXIS PRIVATE EQUITY au 31 décembre 2001, soit 58.205.150,65 €,
 - et la quote-part d'actif net comptable apporté correspondante, soit 44.558.428,20 €,
- d'autre part, le mali de fusion relatif à la participation détenue par l'absorbante dans l'absorbée au titre de la conversion des obligations convertibles, soit 8.574.369,57 €, déterminé par différence entre :
 - la valeur nette comptable de ces titres SPEF dans les livres de NATEXIS PRIVATE EQUITY, soit 30.189.449,45 €,
 - et la quote-part d'actif net comptable apporté correspondante, soit 21.615.079,88 €.

A cet égard, le projet de traité de fusion n'indique pas le traitement des malis de fusion dans les comptes de l'absorbante. Il prévoit la possibilité de les porter à l'actif du bilan dans les limites autorisées par la réglementation applicable en la matière, le solde étant passé en charge.

1.6. Propriété et jouissance des apports

Les parties conviennent de faire rétroagir l'opération au 1er janvier 2002. Toutefois, NATEXIS PRIVATE EQUITY n'aura la propriété des biens et droits apportés par la SPEF qu'à compter du jour de la réalisation définitive de la fusion.

En conséquence, toutes les opérations tant actives que passives intervenues depuis le 1^{er} janvier 2002 et concernant la SPEF seront réputées réalisées pour le compte de NATEXIS PRIVATE EQUITY.

1.7. Conditions suspensives

La réalisation de la fusion est soumise à la condition suspensive de son approbation par les Assemblées Générales Extraordinaires de SPEF et NATEXIS PRIVATE EQUITY le 31 décembre 2002 au plus tard.

1.8. Régime fiscal

Cette opération est placée sous le régime fiscal de faveur en matière d'impôt sur les sociétés (article 210 A du Code Général des Impôts) et de droits d'enregistrement (article 816 du Code Général des Impôts).

Les autres charges et conditions de la fusion figurent dans le projet de traité de fusion et n'appellent pas d'observation complémentaire de notre part.

2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. Diligences effectuées

Nous avons procédé aux contrôles que nous avons estimé nécessaires, conformément aux normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour :

- contrôler la réalité des apports et l'exhaustivité des passifs transmis à la société ;
- analyser les valeurs individuelles proposées dans le traité d'apport ;
- examiner le résultat de la société absorbée pendant la période de rétroactivité en vérifiant l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports ;
- apprécier la valeur des apports considérés dans leur ensemble.

En particulier :

- Nous avons participé à des réunions de travail avec les dirigeants et les responsables juridique et financier des deux sociétés en présence, tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières, juridiques et fiscales envisagées ;
- Nous avons pris connaissance de l'évaluation de la SPEF retenue pour fixer la rémunération et avons examiné, avec ses auteurs, la pertinence, les modalités de mise en œuvre et la correcte application de la méthode retenue ;
- Nous avons eu accès aux dossiers du Commissaire aux comptes de la société absorbante relatifs aux comptes annuels au 31 décembre 2001, ainsi qu'aux situations au 30 juin et 30 septembre 2002 et avons obtenu son rapport général au 31 décembre 2001, qui fait état d'une certification pure et simple, et son attestation de revue limitée au 30 septembre 2002 ;
- Nous avons pris connaissance de la procédure de détermination des provisions pour dépréciation, puis avons examiné sa pertinence et sa correcte application.

2.2. Appréciation de la valeur des apports

S'agissant d'une opération de restructuration interne, retenir les apports pour leur valeur nette comptable - corrigée des éléments ayant une incidence sur la valeur des capitaux propres au cours de la période de rétroactivité - est une méthode usuelle. Elle n'appelle pas d'observation particulière.

Au cours de la période intercalaire, des provisions pour dépréciation des titres immobilisés ont été constituées pour un montant global de 4.067.442,04 €.

Toutefois, la situation établie au 30 septembre 2002 fait ressortir un bénéfice net de 787.012,36 €. Ainsi, dans la mesure où les dépréciations constatées sont entièrement compensées par des produits sur la période considérée, elles ne remettent pas en cause la valeur globale des apports.

Dans son attestation de revue limitée au 30 septembre 2002 de la SPEF et de ses filiales SPEF LBO et SPEF DEVELOPPEMENT, le Commissaire aux comptes précise que « *s'agissant de la société SPEF, la revue du litige INTERBREW avec les avocats chargés de ce dossier ne permet pas, à la date de (son) attestation, de conclure précisément sur le caractère suffisant de la provision* ». A ce jour, nous ne disposons pas d'élément d'appréciation supplémentaire. Cependant, il convient de noter que, sur la base des éléments transmis par la société et de la revue des dossiers du Commissaire aux comptes, l'incertitude éventuelle ne présente pas un caractère suffisamment significatif pour remettre en cause la valeur totale des apports.

De la même manière, les autres observations du Commissaire aux comptes relatives :

- d'une part, à la méthode retenue pour la valorisation des FCPR détenus par la SPEF et ses filiales afin d'apprécier les éventuelles dépréciations à constater sur les valeurs nettes comptables correspondantes,
- d'autre part, à l'examen prévu au 31 décembre 2002 des valeurs de fonds de commerce de SPEF LBO et SPEF DEVELOPPEMENT,

présentent une incidence potentielle peu significative sur les valeurs d'apport. Elles ne sont donc pas de nature à remettre en cause la valeur nette globale des apports.

En dehors des points évoqués ci-dessus, la revue des dossiers du commissaire aux comptes de la SPEF n'a pas fait ressortir d'élément susceptible d'affecter les valeurs nettes comptables au 31 décembre 2001 et par conséquent les valeurs d'apport. Son attestation sur la situation au 30 septembre 2002 ne mentionne pas d'autres observations sur la sincérité des informations données dans les comptes.

D'une manière générale, nous n'avons pas identifié d'élément de nature à remettre en cause la situation bénéficiaire de la société absorbée sur la période de rétroactivité.

Enfin, la valeur globale des apports demeurent nettement inférieure à leur valeur économique telle que déterminée pour fixer leur rémunération.

Par conséquent, au terme de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible d'affecter la valeur des apports pris dans leur ensemble.

3. CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que les observations précédemment formulées ne sont pas de nature à affecter la valeur des apports s'élevant à 66.173.545,55 € et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant constitué, d'une part, par l'augmentation de capital de la société absorbante majorée de la prime d'émission et, d'autre part, par la valeur comptable des titres de la société absorbée détenus par la société absorbante minoré du mali de fusion.

Fait, à Paris, le 19 décembre 2002



Didier FAURY



Olivier PERONNET

Commissaires aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale de Paris