

Dominique LEDOUBLE
15, rue d'Astorg
75008 Paris

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

Apport de titres FORTIS BANQUE SA
par la SOCIETE FEDERALE DE PARTICIPATIONS ET D'INVESTISSEMENT
/ FEDERALE PARTICIPATIE- EN INVESTERINGSMAATSCHAPPIJ

à BNP PARIBAS
(Actions apportées II)

- - -

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

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 15 octobre 2008 concernant les apports en nature de titres FORTIS Banque SA, consentis par la SOCIETE FEDERALE DE PARTICIPATIONS ET D'INVESTISSEMENT/FEDERALE PARTICIPATIE EN INVESTERINGSMAATSCHAPPIJ à BNP Paribas, nous avons établi le présent rapport prévu à l'article L. 225-147 du Code de Commerce.

Nous précisons que l'opération de rapprochement prévue à l'origine pour être présentée à un Conseil d'Administration du 4 décembre et une Assemblée Générale du 19 décembre 2008 a été différée. Le présent rapport annule et remplace celui que nous avons établi en date du 2 décembre 2008, ainsi que celui en date du 23 avril 2009.

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

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

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

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

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

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

1. PRÉSENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Il résulte du traité d'apport les informations suivantes.

1.1. SOCIETES CONCERNEES

1.1.1. Société apporteuse

La Société fédérale de Participations et d'Investissement / Fédérale Participatie- en Investeringsmaatschappij, ci-après « SFPI », est une société anonyme d'intérêt public de droit belge au capital de 1.532.740.955,37 euros divisé en 7.110.518 actions entièrement libérées, sans mention de valeur nominale.

Son siège social est situé avenue Louise 54, boîte 1, 1050 Bruxelles. Elle est immatriculée auprès de la Banque Carrefour des Entreprises sous le numéro 0253.445.063.

Elle a notamment pour objet de favoriser, dans l'intérêt de l'économie belge, la création, la réorganisation ou l'extension d'entreprises du secteur public ou privé, de promouvoir l'initiative économique publique et de contribuer à la mise en œuvre de la politique économique de l'Etat belge.

1.1.2. Société bénéficiaire

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

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

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

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

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

1.1.3. Société dont les titres sont apportés

FORTIS Banque SA, ci-après « FORTIS Banque », société dont les titres sont apportés, est une société anonyme de droit belge, au capital de 9.374.878.367,40 euros divisé en 483.241.153 actions sans désignation de valeur nominale, avec droit de vote.

Son siège social est situé à Montagne du Parc 3, 1000 Bruxelles. Elle est immatriculée auprès de la Banque Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.199.702.

Elle est agréée en qualité d'établissement de crédit de droit belge en application des dispositions du Titre II de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit.

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

1.1.4. Liens entre les sociétés

Il n'existe à la date du présent rapport aucun lien en capital entre BNP Paribas et SFPI.

SFPI détient actuellement 482.926.067 actions de FORTIS Banque, représentant 99,93% du capital et des droits de vote de la société, le solde étant détenu par des actionnaires minoritaires.

1.2. MOTIFS ET BUT DE L'OPERATION

1.2.1. L'opération et son contexte

La crise financière mondiale a eu un impact négatif sur la situation financière du groupe Fortis. Afin de préserver la stabilité de FORTIS Banque, l'Etat belge a, via la SFPI, acquis 99,93% de son capital :

- en souscrivant le 8 octobre 2008 à une augmentation de capital réservée portant sur 241.305.490 actions de FORTIS Banque ; puis
- en acquérant le 10 octobre 2008 auprès du groupe Fortis 241.620.577 actions de FORTIS Banque.

Le 3 octobre 2008, l'Etat néerlandais s'est porté acquéreur de l'intégralité des actions de Fortis Bank Nederland (Holding) N.V. détenues par FORTIS Banque (et donc indirectement de ses filiales et participations actuelles, y compris la participation dans RFS

Holdings B.V.), de FORTIS Verzekeringen Nederland N.V. et de FORTIS Corporate Insurance N.V.

Le 10 octobre 2008, BNP Paribas et SFPI ont conclu un Protocole d'accord, amendé par l'avenant n°21 en date du 27 février 2009 et l'avenant n°3 en date du 12 mars 2009, qui prévoit notamment que SFPI apporte à BNP Paribas :

(i) 263.586.083 actions FORTIS Banque représentant 54,55% du capital de Fortis Banque et des droits de vote, libres de tous gages, privilèges ou droits quelconques de tiers « Actions Apportées I » ;

(ii) 98.529.695 actions FORTIS Banque représentant 20,39% du capital de Fortis Banque et des droits de vote, libres de tous gages, privilèges ou droits quelconques de tiers « Actions Apportées II ».

A l'issue de ces deux apports, BNP Paribas détiendra 362.115.778 actions de FORTIS Banque représentant 74,94% de son capital.

Les deux opérations d'apport aboutiront à émettre, au profit de l'Etat belge via la société SFPI, un nombre d'actions de BNP Paribas de :

(i) 88.235.294 actions ordinaires pour rémunérer l'apport des « Actions Apportées I »,

(ii) 32.982.760 actions ordinaires pour rémunérer l'apport des « Actions Apportées II »,

qui représenteront au total 11,7% des actions ordinaires et des droits de vote de BNP Paribas (soit au total 9,9% du capital social après opération).

Il est également convenu, aux termes du Protocole d'accord du 10 octobre 2008 et de son avenant n°3, que BNP Paribas participe à hauteur de 11,8% à une société ad hoc créée pour acquérir un portefeuille de crédits structurés de FORTIS Banque dont la valeur comptable au 31 août 2008 s'établit à environ 11,4 milliards d'euros (net des remboursements intervenus depuis cette date). L'accord portant sur la cession de ces crédits structurés constitue une condition suspensive à la présente opération. En conséquence, les apports sont considérés après sortie de ces actifs sur la valeur desquels nous n'avons pas à nous prononcer.

¹ L'avenant n°1 au Protocole n'a jamais pris effet et a été annulé.

Dans ce cadre, il nous est demandé de nous prononcer sur les apports décrits ci-dessus. Le présent rapport ne porte que sur l'appréciation de la deuxième partie de l'opération d'apports (« Actions Apportées II »), étant observé que nous avons apprécié la valeur des « Actions Apportées I » et le caractère équitable de leur rémunération pour les actionnaires de BNP Paribas dans un rapport en date du 22 avril 2009.

1.2.2. Les motifs et buts de l'opération

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

Ainsi, en plus de la prise de contrôle de FORTIS Banque, l'avenant n°3 au Protocole prévoit un partenariat stratégique dans le domaine de la bancassurance par lequel FORTIS Banque s'engage à acquérir, et FORTIS Insurance s'engage à vendre, 25% des actions plus une action de FORTIS Insurance Belgium pour un prix de 1.375.000.000 euros. BNP Paribas assurera le financement de cette opération.

Egalement, par un Protocole en date du 23 octobre 2008, et ses avenants en date des 27 février et 12 mars 2009, BNP Paribas et l'Etat du Grand Duché de Luxembourg sont convenus d'un partenariat qui repose sur une participation de l'Etat luxembourgeois à hauteur de 1/3 des actions plus une action dans le capital de BGL SA et d'une participation de BNP Paribas à hauteur d'environ 2/3 des actions du capital de BGL SA en direct et via sa participation dans FORTIS Banque qui détient ce jour 50,1% du capital de BGL.

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

Les opérations d'apport constituent donc une étape indissociable du processus global de prise de contrôle de FORTIS Banque par BNP Paribas, parallèlement à la prise de contrôle des activités de FORTIS au Luxembourg.

1.3. CHARGES ET CONDITIONS DE L'OPERATION

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

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

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

- la réalisation préalable du premier apport (« Actions Apportées I ») ;
- l'approbation des apports par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de BNP Paribas.

1.4. DESCRIPTION, EVALUATION ET REMUNERATION DES APPORTS

1.4.1. Description et évaluation des apports

Aux termes du traité d'apport, les apports (« Actions Apportées II ») consistent en 98.529.695 actions FORTIS Banque représentant 20,39% de son capital.

Ces actions sont apportées pour une valeur de 1.916.598.219 euros obtenue sur la base d'une évaluation de la société FORTIS Banque à 9,4 milliards d'euros.

1.4.2. Rémunération des apports

En rémunération de l'apport, SFPI recevra 32.982.760 actions ordinaires nouvelles BNP Paribas de 2 euros de valeur nominale chacune. Les actions nouvelles émises en rémunération des apports seront entièrement assimilées aux actions BNP Paribas existantes. Dès leur émission, leurs détenteurs seront soumis aux mêmes obligations et disposeront des mêmes droits lors de toutes distributions ou remboursements effectués au cours de l'existence de BNP Paribas ou au moment de sa liquidation (y compris le droit au dividende qui sera versé au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2008).

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

Conformément à l'article 1.3 du Protocole, la rémunération proposée correspond à la prise en compte d'un rapport d'échange établi sur la base :

- d'une valorisation de Fortis Banque à 11 milliards d'euros ;
- d'une valorisation de l'action BNP Paribas à 68 euros.

La différence entre le montant des apports (1.916.598.219 €) et l'augmentation de capital de BNP Paribas (65.965.520 €) constituera une prime d'apport de 1.850.632.699 €.

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

2. DILIGENCES

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

2.1. DILIGENCES EFFECTUEES

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

- nous nous sommes entretenus avec les responsables en charge de l'opération envisagée au sein de BNP Paribas, tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe, que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- nous avons pris connaissance du Protocole d'accord signé entre l'Etat belge, la SFPI, le groupe Fortis et BNP Paribas en date du 10 octobre 2008 et de ses avenants signés en date des 27 février 2009 et 12 mars 2009 ;
- nous avons dans un premier temps pris connaissance de la situation nette *pro forma* au 30 juin 2008 de FORTIS Banque et avons examiné le rapport de *due diligence* financière établi par un auditeur mandaté par BNP Paribas, mettant en évidence les zones de risques ;
- nous avons pris connaissance des comptes consolidés au 31 décembre 2008 de FORTIS Banque et du rapport des commissaires réviseurs sur ces comptes, et avons obtenu confirmation des dirigeants de FORTIS Banque du fait que les zones de risques mises en évidence dans le processus de *due diligence* avaient été prises en compte ;
- nous avons pris connaissance des ajustements complémentaires effectués par les dirigeants de BNP Paribas pour déterminer l'actif net tangible ajusté au 31 décembre 2008 ;
- nous avons pris connaissance de l'évaluation de FORTIS Banque préparée par BNP Paribas et nous avons discuté avec ses auteurs des méthodes d'évaluation

et des hypothèses retenues en particulier pour le calcul de l'actif net tangible ajusté et du plan d'affaires ;

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

2.2. LIMITES DES DILIGENCES EFFECTUEES

Dans le cadre de nos diligences sur cette opération :

- nous n'avons pas eu accès aux dossiers de travail des réviseurs de FORTIS Banque, ni au rapport des réviseurs sur les comptes annuels 2008 de FORTIS Insurance Belgium ;
- nous n'avons pas rencontré la Direction financière de FORTIS Banque pour évoquer les ajustements complémentaires jugés nécessaires par BNP Paribas sur les capitaux propres consolidés au 31 décembre 2008 ;
- nous n'avons pas rencontré les responsables opérationnels en charge des différents métiers de FORTIS Banque afin d'apprécier les impacts de la crise financière sur l'évolution de l'activité 2008 et sur les perspectives 2009 ;
- nous n'avons pas pu disposer de l'ensemble des informations financières ou de gestion qui nous auraient permis de procéder à la mise en œuvre d'approches alternatives de valorisation par métiers ;
- nous n'avons pas eu accès à des éléments prévisionnels décomposés selon les différents métiers de FORTIS Banque ni à un plan d'affaire à moyen terme de FORTIS Banque. De ce fait, les informations communiquées par BNP Paribas n'ont pas pu être rapprochées d'éléments financiers prévisionnels de FORTIS Banque, et nous n'avons pas pu procéder à une analyse des synergies attendues ;
- enfin, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier l'incidence éventuelle des procédures judiciaires en cours sur la réalisation et la valeur de l'apport.

3. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

3.1. MODALITES D'EVALUATION DE FORTIS BANQUE

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

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

3.1.1. Multiples d'actif net tangible

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

3.1.1.1. Approche intégrant une décote sur le multiple

L'actif net tangible retenu pour FORTIS Banque a été déterminé à partir des capitaux propres de FORTIS Banque au 31 décembre 2008, tels qu'ils ressortent des comptes consolidés publiés par la banque, pro forma de la cession du portefeuille de crédits structurés destiné à être cédé dans le cadre de la transaction.

Dans cette première approche, une décote spécifique a été appliquée aux multiples moyen et médian observés sur l'échantillon afin de refléter une incertitude sur les perspectives, plus forte chez FORTIS Banque que pour la moyenne de l'échantillon. Cette décote est cohérente avec les multiples sur l'actif net tangible constatés lors de transactions récentes survenues dans le secteur bancaire, au cours du 2ème semestre 2008.

La valeur de FORTIS Banque ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprises entre 9,1 et 9,7 milliards d'euros.

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

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

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

La valeur de FORTIS Banque ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprises entre 10,1 et 10,2 milliards d'euros.

3.1.2. Actualisation des flux de dividendes futurs

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

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

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

La valeur de FORTIS Banque ainsi déterminée s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette de valeurs comprise entre 8,7 et 9,2 milliards d'euros.

3.2. APPRECIATION DE LA VALEUR D'APPORT DE FORTIS BANQUE

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

3.2.1. Multiples décotés d'actif net tangible

BNP Paribas a appliqué à l'actif net tangible de FORTIS Banque les multiples moyen et médian décotés observés sur un échantillon de 9 banques européennes. Les multiples médian et moyen issus de cet échantillon sont respectivement de 1,07 et 1,08. BNP Paribas a appliqué une décote à ces multiples, comprise entre 25% et 30% qui ramènent ces multiples à ceux observés lors des transactions intervenues dans le secteur bancaire en 2008. Les multiples retenus par BNP Paribas s'inscrivent donc dans une fourchette de 0,75 à 0,81.

Les comptes consolidés au 31 décembre 2008 retenus pour l'évaluation ont été audités par ses commissaires réviseurs. Leur rapport comporte une réserve sans incidence sur le montant global des capitaux propres à cette date.

L'actif net tangible de FORTIS Banque a été calculé à partir des capitaux propres consolidés issus de ces comptes, pro forma de la cession du portefeuille de crédits

structurés destiné à être cédé dans le cadre de la transaction et déduction faite des goodwill et autres actifs incorporels.

La constitution de l'échantillon appelle les commentaires suivants :

- il inclut deux banques suisses : le Crédit Suisse, qui publie ses comptes en US GAAP alors que les autres sociétés, y compris FORTIS Banque, publient leurs comptes en IFRS et UBS, dont l'activité est moins comparable à celle de FORTIS Banque dont l'activité de détail est dominante ;
- il comporte également la société BANCO SANTANDER qui réalise une partie significative de son activité en Amérique latine ;
- au surplus, il intègre BNP Paribas dont le cours a été impacté par l'annonce de la présente opération.

Nous avons examiné la valeur de FORTIS Banque sur la base d'un échantillon retraité limité à 5 sociétés dont 2 sociétés françaises (Société Générale et Crédit Agricole), deux sociétés italiennes (Unicredit Group et Intesa San Paolo) et une société espagnole (BBVA) ayant une activité prépondérante en Europe tournée vers la banque de détail. Les multiples moyen et médian, issus de cet échantillon retraité sont respectivement de 0,93 et 0,86 qui se situent dans l'intervalle des multiples avant et après décote retenus par BNP Paribas. Ces multiples appliqués à l'actif net tangible pro forma font ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 10,3 et 11,3 milliards d'euros. La valeur de FORTIS Banque retenue pour 9,4 milliard d'euros, implique une fourchette de décote implicite comprise entre 9% et 17%, qui est de nature à conforter la valeur d'apport retenue.

3.2.2. Multiples d'actif net tangible ajusté

Cette méthode consiste à appliquer les multiples moyen et médian non décotés (soit respectivement 1,07 et 1,08) issus de l'échantillon, à l'actif net de FORTIS Banque ajusté par BNP Paribas. L'application de cette méthode aboutit à une fourchette de valeurs comprises entre 10,1 et 10,2 milliards d'euros.

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

Indépendamment de cette observation, nous avons pris connaissance des principaux ajustements effectués par BNP Paribas sur l'actif net tangible de FORTIS

Banque au 31 décembre 2008, pro forma de la cession du portefeuille de crédits structurés destiné à être cédé dans le cadre de la transaction.

Ces ajustements conduisent à une dégradation significative de l'actif net tangible issu des comptes consolidés de FORTIS Banque au 31 décembre 2008, sur des bases que l'on peut considérer comme prudentes. Néanmoins cet actif net tangible suppose le retour à une rentabilité normale pour permettre notamment d'absorber à terme les actifs d'impôts importants constatés du fait des dépréciations qui ont été effectuées et une absence de nouvelle dégradation de l'environnement affectant les opérations de la banque de façon durable.

L'actif net tangible ainsi déterminé s'élève à 9,4 milliards d'euros.

En outre il convient d'observer d'une part que, par construction, cette approche n'inclut la valeur d'aucun élément incorporel, d'autre part, que les apports confèrent à BNP Paribas le contrôle de FORTIS Banque et de BGL, sa filiale luxembourgeoise détenue à 50,1%. Si, dans le contexte de marché actuel, la prise en compte et la valorisation de tels éléments sont rendues très délicates, ils nous paraissent représenter une source de valeur de nature à conforter la valeur globale de l'apport.

3.2.3. Actualisation des flux de dividendes futurs

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

La mise en œuvre de cette méthode repose :

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

Dans son évaluation, BNP Paribas a retenu un horizon de prévisions portant sur les années 2009 à 2012 intégrant une très forte progression de la rentabilité de FORTIS

Banque la dernière année afin d'atteindre la rentabilité normative. Cette approche est fondée sur l'hypothèse d'un redressement rapide de la profitabilité de FORTIS Banque, et au delà de 2012 l'atteinte par FORTIS Banque d'un niveau de rentabilité égal au coût du capital de la banque.

Il convient d'apprécier les résultats de cette approche avec prudence au regard des incertitudes qui pèsent à ce jour sur les résultats et la rentabilité de FORTIS Banque et de la difficulté, dans ces conditions, d'établir des prévisions et de déterminer avec précision le délai de retour à une rentabilité normative.

L'objectif de rendement retenu s'inscrit à un niveau qui n'appelle pas de commentaire de notre part, l'hypothèse de rythme pour l'atteindre constituant un facteur sensible sur la valeur qui devra donc se vérifier.

Nous avons analysé la sensibilité sur la valeur d'un retour à une rentabilité normative de FORTIS Banque sur un horizon plus long allant jusqu'à 2016. Cette approche nous conduit à une fourchette de valeurs proche de la fourchette retenue par BNP Paribas.

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

4. APPRECIATION DE LA REMUNERATION DES APPORTS

Sur les bases du Protocole du 10 octobre 2008 rappelées ci-avant, la rémunération de l'apport a été définitivement arrêtée à 32.982.760 actions BNP Paribas, représentatives de 3,2% des actions ordinaires et des droits de vote de BNP Paribas après opération (soit 2,7% du capital social total).

Elle appelle de notre part les remarques suivantes.

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

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

Les valeurs relatives avaient été fixées à cette date sur la base de deux critères distincts, à savoir le cours de bourse de BNP Paribas retenu à 68€, et une valorisation de FORTIS Banque estimée à 11 milliards d'euros.

Les références alors prises en compte ont évolué : le périmètre sous-jacent et la valeur de l'apport ont été modifiés et le cours de l'action BNP Paribas a subi une forte dégradation.

Le maintien des conditions d'origine en ce qui concerne le nombre d'actions à émettre en rémunération de l'apport revêt donc un caractère conventionnel, de même d'ailleurs que les modifications intervenues sur le périmètre de l'apport.

4.2. APPRECIATION DE LA REMUNERATION

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

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

Dans ce contexte, en considération de la valeur d'apport retenue, le maintien du nombre d'actions à émettre tel que prévu à l'origine n'est pas défavorable aux actionnaires de BNP Paribas.

5. SYNTHÈSE

En synthèse, nous souhaitons rappeler que :

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

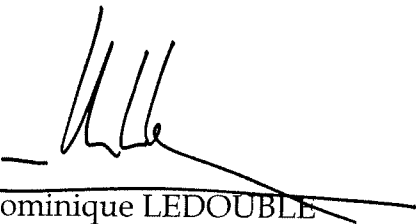
6. CONCLUSION

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

- la valeur des apports s'élevant à 1.916.598.219 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur des apports est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majoré de la prime d'apport ;
- la rémunération consistant en l'émission de 32.982.760 actions de BNP Paribas est équitable pour ses actionnaires.

Fait à Paris, le 27 avril 2009

Les commissaires aux apports


Dominique LEDOUBLE


Olivier PERONNET