

**Dominique LEDOUBLE**  
15, rue d'Astorg  
75008 Paris

**Olivier PERONNET**  
21-23, avenue Pierre 1<sup>er</sup> de Serbie  
75116 Paris

**Apport de titres FORTIS BANQUE LUXEMBOURG SA  
par l'Etat du GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG**

**à BNP PARIBAS**

**- = -**

**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 été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 15 octobre 2008 concernant l'apport en nature de titres FORTIS BANQUE LUXEMBOURG SA, consenti par l'Etat du GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG à BNP PARIBAS, nous avons établi le présent rapport prévu à l'article L. 225-147 du Code de Commerce.

La valeur de l'apport en nature a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des parties concernées en date du 3 décembre 2008. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée. Conformément aux recommandations de l'AMF, nous nous prononçons également sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport

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 de l'apport, 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 de l'apport augmentée de la prime d'apport ;
- à porter un avis sur la rémunération de l'apport pour les actionnaires de la société bénéficiaire de l'apport.

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 générale de l'opération et description de l'apport
2. Diligences
3. Appréciation de la valeur de l'apport
4. Appréciation de la rémunération de l'apport
5. Conclusion

## 1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

Il résulte du projet de traité d'apport les informations suivantes :

### 1.1. PARTIES CONCERNEES

#### 1.1.1. L'apporteur

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

#### 1.1.2. Société bénéficiaire

BNP PARIBAS est une société anonyme au capital de 1.823.540.634 euros divisé en 911.770.317 actions de 2 euros de nominal, entièrement libérées et de même catégorie.

Son siège social est situé 16, boulevard des Italiens à Paris (9<sup>ème</sup>). 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 réglementé Nyse -Euronext Paris (Compartiment A).

#### 1.1.3. Société dont les titres sont apportés

FORTIS BANQUE LUXEMBOURG SA, ci-après « FORTIS BANQUE LUXEMBOURG », société dont les titres sont apportés, est une société anonyme de droit luxembourgeois, au capital de 350.000.000 euros divisé en 13.732.035 actions sans désignation de valeur nominale, avec droit de vote.

Son siège social est situé au 50 avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg. Elle est immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B.6.481.

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

#### **1.1.4. Liens entre les sociétés**

Il n'existe aucun lien direct ou indirect en capital entre BNP PARIBAS et FORTIS BANQUE LUXEMBOURG à la date du présent rapport.

FORTIS BANQUE LUXEMBOURG est actuellement détenue à hauteur de 99,92% du capital et des droits de vote par la société FORTIS BANQUE SA, une société anonyme de droit belge dont le siège est situé Montagne du Parc 3, 1000 Bruxelles, immatriculée auprès de la Banque Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.199.702, le solde de participation étant détenu par des actionnaires minoritaires

A ce jour, l'Etat a consenti à FORTIS BANQUE LUXEMBOURG un prêt remboursable en actions d'un montant de 2,4 milliards d'euros, au titre duquel l'Etat est en droit d'obtenir un nombre maximum d'actions de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG, représentant 49,90% du capital par conversion de l'intégralité de sa créance issue du prêt.

### **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 LUXEMBOURG, le 23 octobre 2008, BNP PARIBAS et l'Etat du GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG ont conclu un Protocole aux termes duquel l'Etat luxembourgeois s'est engagé à apporter à BNP PARIBAS environ 16,57% du capital de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG permettant ainsi à BNP PARIBAS de détenir, directement et indirectement via sa participation dans FORTIS BANQUE, près des deux tiers du capital de cette société, l'Etat du Grand-Duché de Luxembourg conservant un tiers du capital.

#### **1.2.2. Les motifs et buts de l'opération**

Cet apport s'inscrit dans le cadre de la prise de contrôle par BNP PARIBAS de FORTIS BANQUE et de ses filiales selon les termes et conditions prévus au Protocole.

En particulier, l'Etat s'est engagé à verser, au plus tard à la date à laquelle BNP PARIBAS prendra le contrôle de la majorité du capital de FORTIS BANQUE, un montant total de 2,4 milliards d'euros au titre de son engagement d'octroi d'un prêt remboursable en actions de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG et à demander la conversion de l'intégralité de son prêt en actions de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG en vue de disposer, au plus tard à la date de réalisation du présent apport, d'un nombre total de 13.677.216 actions représentant 49,9% du capital et des droits de vote de Fortis Banque Luxembourg sur une base entièrement diluée.

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

L'opération d'apport constitue 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, l'opération d'apport est placée sous le régime juridique 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, l'apport est soumis au régime de droit commun. En matière de droits d'enregistrement, l'opération d'apport relève du droit fixe prévu à l'article 810 I du Code Général des Impôts.

Sous réserve de la levée des conditions suspensives rappelées ci-après, l'apport est soumis à l'approbation des actionnaires de BNP PARIBAS réunis en Assemblée générale extraordinaire.

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

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

## **1.4. DESCRIPTION, EVALUATION ET REMUNERATION DE L'APPORT**

### **1.4.1. Description et évaluation de l'apport**

Aux termes du projet de traité d'apport, l'apport consiste en 4.540.798 actions FORTIS BANQUE LUXEMBOURG représentant environ 16,57% de son capital. Ces actions sont apportées pour une valeur de 796.793.332 euros.

Cet apport découle du Protocole signé par l'Etat luxembourgeois et BNP Paribas en date du 23 octobre 2008. Préalablement, l'Etat aura versé le montant total du prêt remboursable en actions (Mandatory Convertible Loan) d'un montant de 2,4 milliards d'euros et en aura demandé la conversion lui donnant droit d'obtenir un nombre total d'actions Fortis Banque Luxembourg, représentant environ 49,90% du capital de cette dernière.

### **1.4.2. Rémunération de l'apport**

En rémunération de l'apport, l'Etat recevra 11.717.549 actions nouvelles BNP PARIBAS de 2 euros de valeur nominale chacune. Les actions nouvelles émises en rémunération de l'apport 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 distribution ou remboursement effectué 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 Eurolist d'Euronext Paris S.A. des actions nouvelles sera demandée dans les meilleurs délais suivant la réalisation de l'apport, sur la même ligne de cotation que les actions existantes.

La rémunération proposée correspond à la prise en compte d'un rapport d'échange établi sur la base :

- d'une valeur réelle de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG s'élevant à 4,8 milliards d'euros ;
- d'une valorisation de BNP PARIBAS de 68 euros par action.

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

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

## 2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

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, en particulier, effectué 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 du GRAND-DUCHE de LUXEMBOURG et BNP PARIBAS en date du 23 octobre 2008 ;
- nous avons pris connaissance des communications financières sur les comptes annuels au 31 décembre 2007 de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG ;
- nous avons également pris connaissance des comptes semestriels consolidés au 30 juin 2008 de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG qui ont fait l'objet d'une attestation de revue limitée par son Réviseur d'Entreprises ;
- nous avons obtenu une situation comptable consolidée non auditée de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG établie au 30 septembre 2008 ;
- nous avons examiné le rapport de *due diligence* financière établi par un auditeur mandaté par BNP PARIBAS ; les travaux de *due diligence* ont porté sur l'identification et l'évaluation des risques pouvant avoir une incidence significative sur la situation nette consolidée, qui a été actualisée en fonction de l'évolution des événements connus au 17 novembre 2008 et d'informations communiquées par le management de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG postérieurement à cette date. Ces travaux ont été menés concomitamment à notre intervention et nous nous sommes appuyés sur les conclusions de ses travaux pour apprécier la situation nette consolidée de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG ;
- nous avons examiné, avec les responsables en charge des travaux de *due diligence*, les principaux ajustements proposés sur les situations nettes de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG et de ses principales filiales au 30 juin 2008 afin d'en apprécier la portée dans le cadre de nos propres diligences ;

- nous avons pris connaissance de l'évaluation de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG préparée par BNP PARIBAS et nous avons discuté avec ses auteurs de la pertinence des méthodes d'évaluation et des hypothèses retenues ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la Direction de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG confirmant notamment qu'à sa connaissance il n'existait pas d'élément susceptible de remettre en cause significativement les valeurs 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 commissaires réviseurs de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG;
- nous n'avons pas eu accès aux responsables opérationnels en charge des différents métiers de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG 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'approche alternative de valorisation par métiers.

## **3. APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT**

### **3.1. MODALITES D'EVALUATION DE FORTIS BANQUE LUXEMBOURG**

Le prix fixé dans le Protocole ressort d'une analyse de la valeur des actions FORTIS BANQUE LUXEMBOURG uniquement fondée sur des multiples d'actif net tangible (défini comme la valeur de la situation nette comptable consolidée part du groupe hors goodwill et autres incorporels), constatés lors de transactions comparables intervenues lors de rachats d'établissements financiers en difficulté.

Ces multiples ont été appliqués à l'actif net consolidé de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG tel qu'établi dans les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2008 et corrigé :

- (i) de l'augmentation de capital résultant de la conversion en actions du prêt souscrit par l'Etat luxembourgeois, préalable à l'apport, et déterminante de l'existence et de la valeur des actions qui font l'objet de l'apport
- (ii) des écarts d'acquisition et autres éléments d'actif incorporels ;
- (iii) des corrections de valeur estimées par BNP PARIBAS à la date de la transaction, après effet des minoritaires et nettes d'impôt.



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

Afin de conforter les résultats obtenus par cette méthode, et afin de tenir compte des ajustements issus des travaux de *due diligence*, une méthode complémentaire a été mise en œuvre fondée sur des multiples d'actif net tangible issus d'un échantillon de banques européennes cotées présentant le portefeuille d'activités le plus comparable à celui de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG et présentant une meilleure résistance à la crise financière. Ces multiples ont été appliqués à l'actif net tangible de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG, après prise en compte des ajustements estimés nécessaires à ce jour, issus des travaux de due diligence. L'application de cette méthode permet de valider le caractère prudent d'une évaluation de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG égale à 4,8 milliards d'euros.

## **3.2. APPRECIATION DE LA VALEUR D'APPORT DE FORTIS BANQUE LUXEMBOURG**

### **3.2.1. Méthodes d'évaluation**

Dans le contexte particulier de cette opération et de ses délais très réduits, 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 LUXEMBOURG. De plus les conditions de marché et particulièrement celles applicables au secteur bancaire, n'ont pas permis une mise en œuvre pertinente de méthodes de valorisation basées sur des prévisions d'activité et de résultat qui auraient permis de conforter les résultats obtenus par la méthode de multiples appliqués à l'actif net tangible.

### **3.2.2. Appréciation de la valeur de l'apport**

L'application de multiples de marché se heurte à la volatilité extrême constatée ; dans le contexte, le critère le plus approprié nous semble la référence à l'actif net tangible estimé.

Nous avons pris connaissance des principaux ajustements proposés à l'issue des travaux de *due diligence* effectués par BNP PARIBAS et son auditeur contractuel et nous avons échangé avec la Direction Financière de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG sur les conclusions de ces travaux, dans la détermination de l'actif net tangible estimé.

Ces éléments et leur prise en compte dans les approches menées sur le critère de l'actif net tangible font ressortir des fourchettes de valeurs qui, globalement confortent le montant retenu pour la valeur de l'apport, à la date du présent rapport.

#### 4. APPRECIATION DE LA REMUNERATION DE L'APPORT

Sur les bases du protocole du 23 octobre 2008\_rappelées ci-avant, la rémunération de l'apport a été définitivement arrêtée à 11.717.549\_actions BNP PARIBAS, représentatives de 1,27 %<sup>1</sup> du capital de BNP PARIBAS après opération (sur la base du capital de BNP PARIBAS à la date du présent rapport), l'action de la banque étant valorisée 68 euros.

La rémunération correspond à un prix de transaction intervenu entre deux parties indépendantes, dans un contexte économique exceptionnel. 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 sur une pesée comparative des deux entités, effectuée selon les mêmes méthodes. Il ne nous a pas été possible de recourir à cette approche pour des raisons déjà exprimées : impossibilité de construire des Discounted cash-flows fiables ou de recourir à des multiples de marché pour estimer la valeur de FORTIS BANQUE LUXEMBOURG.

La valeur de l'action BNP PARIBAS a subi une forte baisse depuis l'annonce de l'opération. Outre le fait que notre appréciation est destinée aux actionnaires de BNP PARIBAS, la portée de cette baisse dans l'appréciation de la rémunération doit être relativisée :

- D'une manière générale, il n'est pas d'usage dans une opération payée en titres de tenir compte des cours des actions entrant dans la transaction, à une date postérieure à celle-ci. En effet, l'équité de l'opération doit s'apprécier avant la date de celle-ci, le cours de BNP PARIBAS postérieur au 10 octobre incluant nécessairement la prise de contrôle de FORTIS BANQUE et le présent apport.
- Les valeurs de marché connaissent une très grande volatilité, se traduisant notamment par la forte baisse du cours de BNP PARIBAS et de toutes valeurs du secteur financier. Celle-ci affecte instantanément l'évaluation des deux groupes en présence dès lors que l'on se réfère à des multiples de marché 'spot', qui n'ont qu'un sens limité et ne nous semblent pas de nature à affecter sensiblement la rémunération issue de leur comparaison relative. Il doit être observé sur ce point qu'il nous a été confirmé par les deux groupes en présence qu'aucun élément endogène à chacun d'eux, n'était de nature à affecter leur valorisation ; en particulier, BNP PARIBAS nous a confirmé ne procéder à aucune étude d'augmentation de son capital.

---

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

- Nonobstant la forte baisse du cours, les analystes suivant la valeur BNP PARIBAS fixent un objectif de cours qui reste totalement en ligne avec les 68 euros fixés pour la rémunération de l'apport.

#### 4.2. APPRECIATION DE LA REMUNERATION

Les valeurs relatives ayant permis d'arrêter la rémunération ont été fixées, dans ce contexte particulier, sur la base de données de référence établies à une date commune, le 5 octobre 2008, mais selon deux critères distincts, et appellent les commentaires suivants:

- En ce qui concerne BNP PARIBAS, la valorisation retenue par référence à des moyennes de son cours de bourse sur des périodes variables et sur des données comparables, confortées par les approches d'objectifs de cours d'un panel d'analystes significatif, nous semble pertinente, pour un titre qui représente une des plus fortes capitalisations et liquidités du marché Euronext Paris ; elle s'inscrit dans une perspective à long terme, l'Etat du Luxembourg devenant actionnaire de BNP PARIBAS et bénéficiant au surplus du dividende de l'exercice 2008.
- En ce qui concerne la valeur des titres FORTIS BANQUE LUXEMBOURG, celle-ci a été appréciée par référence au critère principal de la valeur d'actif net tangible au 30 juin 2008, corrigé de l'incidence estimée des événements connus à ce jour. Elle correspond, selon nous, à une approche de valorisation prudente, et nous renvoyons à nos commentaires sur la valeur de l'apport en ce qui concerne les modalités de son établissement. L'appréciation selon un critère unique et différent pour chacun nous semble donc justifiée en raison de la nature de l'opération, de son contexte et des caractéristiques de chacune des entités en présence.

## 5. CONCLUSION

Nous souhaitons rappeler que :

En raison des délais et 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 LUXEMBOURG, 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.

Le résultat des activités apportées tant pour l'exercice 2008 que pour les années à venir est très difficile à cerner, ce qui explique que BNP PARIBAS ait renoncé à toute évaluation sur la base de multiples de résultat ou de « *discounted cash-flows* » ; de plus le recours aux multiples de marché s'avère délicat dans le contexte actuel de volatilité ; pour ces mêmes raisons, il n'a pas été possible d'apprécier l'incidence de l'opération sur les résultats futurs par action du groupe, ce qui supposerait de tenir compte de l'ensemble des opérations constituant le rapprochement.

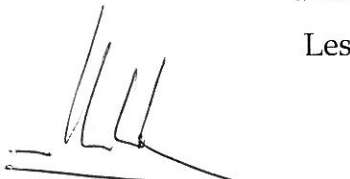
Dans ce contexte, nous constatons au jour du présent rapport, que la quote-part de l'actif net tangible, représentative des titres apportés au 30 juin 2008, estimée avec prudence et corrigée en fonction des éléments connus aujourd'hui, reste supérieure à la valeur retenue pour l'apport des titres.

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

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

Fait à Paris, le 3 décembre 2008

Les commissaires aux apports

  
Dominique LEDOUBLE

  
Olivier PERONNET