

Dominique LEDOUBLE
15, rue d'Astorg
75008 - PARIS

Jacques POTDEVIN
7, rue Galilée
75116 - PARIS

Apport de titres des sociétés
Rothschilds Continuation Holdings,
Rothschild & Cie Banque,
et Financière Rabelais,
à la société Paris Orléans
par des actionnaires et associés

-=-

Rapport des commissaires aux apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance¹ de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 23 avril 2012, concernant les apports de titres des sociétés **ROTHSCHILDS CONTINUATION HOLDINGS** (ci-après **RCH**), **ROTHSCHILD & CIE BANQUE** (ci-après **RCB**) et **FINANCIERE RABELAIS** (ci-après **FR**) devant être effectués par les associés et les actionnaires de ces sociétés au profit de **PARIS ORLEANS** (ci-après **PO**), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

La valeur des apports a été arrêtée dans les traités d'apports signés par les parties. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de ces apports n'est pas surévaluée. Compte tenu de la cotation des titres de Paris Orléans sur Eurolist compartiment B, notre mission est étendue, comme c'est l'usage, à l'appréciation de la rémunération de ces apports ; nous nous prononcerons donc sur le caractère équitable des rapports d'échange.

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 nous 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 vérifier que les valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et à analyser le positionnement des rapports d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Nous vous prions de prendre connaissance de notre rapport, établi selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences mises en œuvre
3. Appréciation de la valeur des apports et de l'équité des rapports d'échange
4. Conclusion

¹ Numéro RG 2012-27136.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1. CONTEXTE GENERAL, OBJECTIFS DE L'OPERATION ET PARTIES EN PRESENCE

1.1.1. Contexte de l'opération

La dernière réorganisation de la société Paris Orléans est intervenue en 2008 ; elle s'est traduite par une simplification de la chaîne de détention des actifs bancaires du Groupe à travers leur regroupement sous RCH, dont Paris Orléans a pris le contrôle, et la réorganisation de l'actionnariat de la Famille Rothschild.

Les opérations de réorganisation qui vous sont proposées sont les suivantes :

- la transformation de Paris Orléans (actuellement société anonyme) en société en commandite par actions, assortie de la mise en place de droits de vote double ; cette transformation donnera lieu à une offre publique de retrait (OPR) dans les conditions prévues par la réglementation en vigueur ;
- l'apport en nature à la société PO de certaines participations détenues par des tiers dans RCH et RCB (parts de commanditaires et de commandités) ainsi que de l'intégralité des actions de FR.

Antérieurement à ces opérations :

- la société Cavour, dont le capital est détenu à 100% par PO, doit recevoir en apport en nature 3 parts de commanditaires de la société RCB (préalablement détenues), provenant de PO ;
- la société Verdi, dont le capital est détenu à 100% par PO, doit recevoir en apport en nature 3 parts de commanditaires de la société RCB (préalablement détenues), provenant de PO.

Postérieurement à ces opérations :

- la société Paris Orléans Holding Bancaire (ci après POHB), dont le capital est détenu à 100% par la société PO, doit recevoir l'intégralité des apports reçus par PO dans le cadre de la présente opération.

Paris Orléans, société contrôlée par la Famille Rothschild, exerce deux types principaux d'activités :

- des activités bancaires (Conseil en ingénierie financière et Banque de financement, Banque privée et Gestion d'actifs et « *Merchant banking* ») exercées à l'échelle mondiale au travers de sa participation dans RCH et RCB ;
- une activité de capital-investissement sur fonds propres réalisée directement au niveau de PO.

Les apports² visent principalement à :

- simplifier l'organisation et unifier la gestion du Groupe ;
- pérenniser l'engagement et le contrôle par la Famille Rothschild sur le Groupe ;
- favoriser le développement du Groupe notamment au niveau international ;
- renforcer les fonds propres réglementaires de Paris Orléans en anticipation des nouvelles normes prudentielles issues de « Bâle III ».

1.1.2. Apporteurs

Les apporteurs sont des personnes physiques et morales propriétaires des titres dont le présent rapport fait l'objet.

1.1.3. Sociétés dont les titres sont apportés

Rothschilds Continuation Holdings AG (RCH) est une société anonyme de droit suisse, au capital de 60 975 765 francs suisses, sise à Baarerstrasse 95, 6301 Zug, et immatriculée au Registre du Commerce du Canton de Zug sous le numéro 1703.005.917-8.

Rothschild & Cie Banque (RCB) est une société en commandite simple au capital de 24 530 190 euros, sise 29 avenue de Messine, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 323 317 032.

Financière Rabelais (FR) est une société par actions simplifiée à capital variable, au capital de 110 423 euros, sise 3 rue de Messine, 75008 Paris, et immatriculée au registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 389 530 411.

1.1.4. Société bénéficiaire des apports

Paris Orléans (PO) est une société anonyme à conseil de surveillance et directoire, au capital de 65 031 174 euros, sise 23bis avenue de Messine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 302 519 228, et dont les actions sont cotées sur le compartiment B d'Euronext Paris.

² Les apports susvisés et la description de la réorganisation de PO dont ils font partie font l'objet d'un « Document E » qui est enregistré par l'Autorité des Marchés Financiers et disponible gratuitement sur les sites Internet de Paris Orléans (www.paris-orleans.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

1.2. DESCRIPTION DE L'OPERATION

Les modalités de réalisation des apports sont exposées de façon détaillée dans les projets de traité d'apport. Elles peuvent se résumer comme suit.

1.2.1. Caractéristiques des apports

Modalité d'évaluation des apports

Les apporteurs ne détenant pas le contrôle de la bénéficiaire au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, l'apport des titres RCH, RCB et FR à PO sera, conformément aux dispositions du règlement CRC n°2004-01, effectué par référence à la valeur réelle des actions apportées, à la date de réalisation de l'opération, telle que détaillée en annexe C des traités d'apport.

Sur ces bases, les valeurs d'apport sont les suivantes.

Valeur des apports de titres RCH

RCH est la holding intermédiaire pivot du Groupe ; elle est la maison-mère de l'ensemble des activités bancaires mondiales du Groupe, à l'exception de certaines activités d'investissement, qu'elle exerce conjointement avec Paris Orléans, et des activités françaises de RCB.

La valeur d'une action de RCH s'élevant à 438,90 euros, la valeur réelle des 587 129 titres apportés à la date de réalisation s'établit à 257 690 918 euros.

Valeur des apports de titres RCB

RCB est la banque du Groupe en France ; elle est notamment la maison-mère de Rothschild & Cie (RCI), qui exerce l'activité de conseil en ingénierie financière et de Rothschild & Cie Gestion (RCG), qui exerce l'activité de gestion d'actifs pour compte de tiers. RCB et RCH détiennent en outre chacune 50% du capital de Rothschild Europe BV, qui regroupe les filiales du Groupe exerçant le métier de conseil financier en Europe (à l'exclusion de la France et du Royaume-Uni).

Les parts de commanditaire et de commandité de RCB ont été estimées pour la même valeur, en accord avec les apporteurs.

La valeur d'une part de RCB s'élevant à 365,75 euros, la valeur réelle des 586 668 titres apportés à la date de réalisation s'établit à 214 573 821 euros.

Valeur d'apport des titres FR

FR, société holding, dont le seul actif est constitué de parts RCB, est l'un des principaux associés commandités de RCB, disposant d'un droit préciputaire sur ses résultats.

La valeur d'une action de FR s'élevant à 18 609,36 euros, la valeur réelle des 4 801 titres apportés à la date de réalisation s'établit à 89 343 537 euros.

Valeur globale des apports

Le montant total des apports s'élève à 561 608 276 euros.

1.2.2 Rémunération des apports

Evaluation de Paris Orléans

La valeur réelle de la société a été estimée à 475 703 038 euros, soit 14,63 euros par action (dividende détaché).

Détermination de la rémunération

Les actions apportées ont été évaluées à leur valeur réelle à la date de réalisation conformément aux méthodes exposées en annexe C des traités d'apport.

Le nombre d'actions que votre société émettra en rémunération de l'apport est égal à la valeur réelle totale des parts et actions RCH, RCB et FR apportées, divisé par la valeur réelle (pré-apport) d'une action PO.

Les rapports d'échange retenus sont les suivants :

- 30 actions PO pour une action RCH ;
- 25 actions PO pour une part RCB ;
- 1 272 actions PO pour une action FR.

Sur ces bases, il ressort que la valeur réelle, à la date de réalisation (pré-Apport), d'une action Paris Orléans s'élevant à 14,63 euros, la bénéficiaire émettra, en rémunération des apports, 38 387 442 actions nouvelles :

- 17 613 870 actions nouvelles en rémunération des apports de titres RCH ;
- 14 666 700 actions nouvelles en rémunération des apports de titres RCB ;
- 6 106 872 actions nouvelles en rémunération des apports de titres FR.

Les actions nouvelles seront émises à la valeur nominale de 2 euros par action, soit une prime d'apport de 12,63 euros par action nouvelle émise.

Les actions nouvelles seront, dès la date de réalisation, entièrement assimilées à toutes les autres actions de la bénéficiaire ; elles jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les stipulations des statuts et aux décisions de la collectivité des associés.

Toutefois, leurs droits au dividende s'exerceront pour la première fois sur les bénéfices mis en distribution au titre de l'exercice clos le 31 mars 2013.

Si la transformation de la bénéficiaire en société en commandite par actions est effectuée, les nouvelles actions attribuées aux apporteurs leur conféreront la qualité d'associé commanditaire.

Il ne sera octroyé aucun avantage particulier dans le cadre des apports et de leur rémunération.

Prime d'apport

La différence entre la valeur des apports, soit 561 608 276 euros, et la valeur nominale des actions nouvelles émises en rémunération, soit 76 774 884 euros, constituera une prime d'apport, d'un montant de 484 833 392 euros. Cette prime d'apport sera inscrite au passif du bilan de votre société à un compte « Prime d'apport » sur lequel porteront les droits de tous les associés, anciens et nouveaux, de PO.

Le capital social de PO sera ainsi porté de 65 031 174 euros à 141 806 058 euros.

De convention expresse, la réalisation définitive des apports vaudra autorisation pour l'organe de direction de la bénéficiaire de prélever sur ladite prime le montant nécessaire à la reconstitution de toutes réserves ou provisions réglementées.

Sous les réserves ci-dessus, la prime d'apport pourra recevoir en tout temps toute affectation conforme aux règles en vigueur décidée par l'assemblée générale.

1.2.3 Régime juridique et fiscal de l'apport

Régime juridique

L'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simples tel que fixé par les dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce et des textes pris pour son application.

Régime fiscal

Les apporteurs ont déclaré faire leur affaire personnelle de l'ensemble des conséquences fiscales directes et indirectes résultant pour eux des apports de titres à la bénéficiaire³ :

- pour les personnes physiques fiscalement domiciliées en France, l'apport est effectué sous le régime de la fiscalité des particuliers ou de la fiscalité des professionnels selon la situation propre à chacune d'elles ;
- pour les personnes morales françaises, l'apport est effectué sous le régime fiscal de faveur de l'article 210A du Code Général des impôts ;
- en matière de droits d'enregistrement, l'enregistrement des apports sera requis au seul droit fixe de 500 euros, supportés par la bénéficiaire.

1.3 Conditions suspensives et date de réalisation

La réalisation de la transformation en société en commandite par actions de PO et celle des apports sont indépendantes l'une de l'autre.

La réalisation des apports est subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'établissement de leur rapport par les commissaires aux apports ;
- l'approbation des apports ainsi que de l'augmentation de capital corrélative par les associés de la bénéficiaire ;
- l'agrément des apports de titres conformément aux dispositions statutaires de chacune des sociétés ;
- s'agissant de RCB, la réalisation, dans le cadre des apports, d'un ensemble d'apports de parts RCB portant sur plus de 50% du capital de RCB ;
- la signature par les apporteurs d'une convention de séquestre relative aux actions PO reçues en contrepartie de leurs apports ;
- l'enregistrement du Document E relatif à la réorganisation de PO par l'Autorité des Marchés Financiers ;
- l'obtention des autorisations réglementaires préalables requises pour la réalisation des apports de la part des autorités compétentes en matière bancaire, financière et d'assurance.

³ Ces apports de titres peuvent entraîner des modifications dans la situation fiscale personnelle de certains apporteurs, en ce qui concerne la taxation de leur patrimoine et de leurs revenus.

La date de réalisation des apports sera la date à laquelle sera constatée, dans les conditions fixées par la bénéficiaire, la réalisation définitive des conditions suspensives et par conséquent la réalisation des apports et l'augmentation corrélative du capital social de la bénéficiaire.

Les parties précisent en tant que de besoin que sur le plan fiscal, la date d'effet sera la date de réalisation de l'apport.

Les apports seront réalisés avec effet à la date de réalisation telle que prévue aux traités d'apport. A défaut de réalisation des apports au plus tard le 31 décembre 2012, les traités d'apport seront considérés comme nuls et nonavenus, sans indemnité de part ni d'autre.

2. DILIGENCES MISES EN OEUVRE

2.1. DILIGENCES MISES EN ŒUVRE AU TITRE DE LA VALEUR DES APPORTS

Notre mission a pour objet d'éclairer les associés de la société bénéficiaire des apports 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 donc être utilisé dans ce contexte.

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, afin d'apprécier la valeur des apports.

Nous avons notamment :

- rencontré les personnes en charge de l'opération au sein de PO ainsi que leurs conseils, pour prendre connaissance de son contexte, des modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées, en marge de l'examen du contenu des projets de traités d'apport ;
- exploité les informations juridiques relatives aux sociétés prenant part à l'opération et à l'opération elle-même ;
- vérifié la réalité des titres apportés et leur propriété par les apporteurs ;
- pris connaissance des rapports des commissaires aux comptes de RCB et de FR au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2011 ;
- pris connaissance des rapports RCCI 2010 concernant les fonds ouverts et le rapport spécifique RCCI 2011 « Rémunérations et avantages » de RCB ;
- examiné l'estimation des données financières au 31 mars 2012 par le management de RCH ;
- communiqué avec les responsables des principaux secteurs d'activités de RCH et de RCB ;
- pris connaissance de l'état des travaux d'audit chez RCH et dans ses filiales étrangères ;
- étudié les plans d'affaires et hypothèses opérationnelles à moyen terme de RCH et de RCB et testé la sensibilité de ces plans d'affaires à des hypothèses dégradées ;
- analysé la cohérence des méthodes de valorisation qui nous ont été présentées et construit nos propres modèles d'évaluation à titre de recoupement avec les travaux d'évaluation de RCH, RCB et FR réalisés par Rothschild ;

- porté notre attention sur les décotes appliquées, l'endettement des sociétés concernées et les instruments de couverture ;
- mis en œuvre sur ces bases une évaluation multicritères, comprenant des approches de valorisation intrinsèque et analogique ;
- obtenu des lettres d'affirmation du management de RCH, de RCB et de FR.

2.2. DILIGENCES MISES EN ŒUVRE AU TITRE DE L'APPRECIATION DES PARITES ET DE L'EQUITE DES RAPPORTS D'ECHANGE

En ce qui concerne les travaux réalisés afin d'apprécier les parités et l'équité des rapports d'échange, nous avons notamment :

- analysé la cohérence des méthodes de valorisation qui nous ont été présentées et construit nos propres modèles d'évaluation à titre de recoupement avec les travaux d'évaluation de PO réalisés par Rothschild ;
- pris connaissance des deux projets de notes d'information des sociétés Rothschild Concordia et PO Gestion initiateurs de l'OPR visant les titres de PO, et de PO en réponse⁴ ;
- pris connaissance du rapport d'évaluation de Natixis, banque présentatrice et garante de l'OPR, déposée le 24 avril 2012 ;
- pris connaissance du rapport d'expertise indépendante du cabinet Didier Kling & Associés déposé avec l'OPR⁵ ;
- rencontré un représentant du cabinet Didier Kling & Associés ;
- procédé à une analyse détaillée de l'évolution du titre PO sur une longue période ;
- comparé les données boursières de PO avec celles d'un échantillon de sociétés réputées comparables ;
- analysé l'incidence des futures Règles « Bâle III » sur le groupe PO ;
- mis en œuvre sur ces bases notre propre évaluation multicritères de PO, comprenant des approches de valorisation intrinsèque et analogique ;
- analysé le positionnement des rapports d'échange par rapport aux valeurs relatives de RCH, RCB et FR, d'une part, et de PO, d'autre part, et apprécié l'étendue des fourchettes induites par cette comparaison.

⁴ Ces projets de notes d'informations ont été déposés auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 24 avril 2012.

⁵ Ce rapport d'évaluation est inséré dans la note d'information en réponse de PO.

3. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS ET DE L'EQUITE DES RAPPORTS D'ECHANGE

3.1 APPRECIATION DE LA METHODE DE VALORISATION DE L'APPORT ET DE SA CONFORMITE A LA REGLEMENTATION COMPTABLE

L'apport des titres en valeur réelle est conforme au règlement CRC 2004-01 :

- en ce qui concerne les apports de titres RCH, nous sommes en présence d'apports concomitants de titres ne transférant pas le contrôle ni individuellement, ni collectivement ; il s'agit donc de participations minoritaires qu'il convient de valoriser à la valeur réelle ;
- les apports de titres RCB, bien que représentant collectivement plus de 50% du capital de RCB, sont constitutifs d'actifs isolés, à valoriser à la valeur réelle ;
- l'actif net de la société FR étant constitué pour l'essentiel de titres de RCB, il convient de valoriser ces titres également à leur valeur réelle.

3.2. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

3.2.1. Approche retenue par les parties

Les méthodes d'évaluation des apports sont présentées en annexe C des traités d'apport ; elles comprennent :

Pour RCH

- une estimation par la somme des valeurs des divisions opérationnelles de RCH, en appliquant à chacune de ces divisions les méthodes de valorisation usuellement utilisées, compte tenu de la nature des différentes activités ;
- l'application de multiples de résultat net de sociétés comparables cotées ;
- l'application de multiples de résultat net pour des transactions comparables ;
- l'application de multiples de fonds propres tangibles normalisés de sociétés comparables cotées ;
- l'application de multiples de fonds propres pour des transactions comparables.

Pour RCB

- une estimation par la somme des valeurs des divisions opérationnelles de RCB, en appliquant à chacune de ces divisions les méthodes de valorisation usuellement utilisées, compte tenu de la nature des différentes activités ;
- l'application de multiples de résultats nets de sociétés comparables cotées ;
- l'application de multiples de résultats nets de transactions comparables.

Pour FR

La société dispose d'un droit précipitaire sur le résultat social avant impôts de RCB. Sur longue période (7 ans), le préciput versé par RCB à FR représente en moyenne 22,8% du Résultat Net Ajusté de RCB.

Economiquement, la valeur de FR a ainsi été appréciée en actif net réévalué, comme étant la somme de 22,8% de la valeur du capital de RCB telle qu'établie dans la valorisation multicritères de RCB et de l'actif net propre de FR au 31 décembre 2011, net de la distribution des réserves distribuables qui est intervenue le 30 mars 2012.

3.2.2. Appréciation des commissaires aux apports

3.2.2.1. Appréciation générale des méthodes d'évaluation

Nous avons examiné les méthodes retenues par les parties, qui nous semblent pertinentes au cas particulier. Il convient de noter qu'un certain nombre de méthodes d'évaluation ne pouvaient pas être appliquées en raison des caractéristiques du Groupe et de l'organisation juridique.

En particulier, la méthode des « *Discounted Cash Flows* » (DCF) n'a pas été appliquée en raison du caractère volatile des activités à moyen terme. Néanmoins, des hypothèses opérationnelles jusqu'en 2015 ont pu être établies pour RCH et RCB en raison des prévisions d'activité à court terme et de la récurrence de certains métiers.

3.2.2.2. Observations sur les apports

Les travaux que nous avons effectués appellent les commentaires suivants sur les apports de titres RCH, RCB et FR.

RCH

La valeur réelle des actions RCH apportées retenue par les parties a été obtenue par la mise en œuvre de méthodes de valorisation usuelles dans le secteur bancaire, décrites au § 3.2.1, complétées par divers ajustements, à l'examen desquels nous avons procédé.

Nous nous sommes assurés que l'ensemble des risques et charges prévisionnels liés à la gestion extinctive d'une partie du portefeuille de crédit (« Legacy Book ») correspondent à la meilleure estimation du management de RCH et sont bien intégrés dans la valorisation de RCH. La gestion extinctive devant se poursuivre au-delà de l'horizon du plan d'affaires, la prise en compte des coûts ultérieurs probables, après actualisation au coût du capital de RCH, nous semble conforter la valeur d'apport.

Le coût de financement des retraites a été retenu, dans les valorisations fondées sur les multiples de résultat et l'approche par la somme des divisions opérationnelles, pour un montant supérieur à la valeur résultant de l'application des normes comptables. L'ajustement pratiqué traduit une actualisation des obligations futures à un taux de marché (tel que réalisé par les *Trustees*), et constitue de ce fait une appréciation plus prudente de l'engagement.

La valeur d'apport des actions RCH reposant sur les agrégats issus du plan d'affaires qui nous a été présenté, nous nous sommes assurés :

- d'une part, que le format du plan d'affaires correspond bien à celui de l'information de gestion délivrée périodiquement au board de RCH ;
- d'autre part, que l'écart entre les réalisations à fin février 2012 et le plan d'affaires ne remet pas en cause celui-ci, compte tenu du niveau d'activité enregistré depuis lors et du degré de prudence dans la modélisation de l'impact du cycle sur le plan d'affaires.

La valeur d'apport des actions RCH se situe dans le bas de la fourchette des différentes valeurs ressortant de la valorisation multicritères.

RCB

La valorisation de RCB a été réalisée selon deux méthodes analogiques complémentaires :

- une approche globale basée sur des multiples de résultat net ;
- une approche par divisions opérationnelles où des multiples de résultat net sont appliqués aux agrégats des deux grands secteurs opérationnels de RCB : « *Global Financial Advisory* » et « *Wealth Management* ».

L'application de ces deux méthodes analogiques nécessite l'élaboration d'un plan d'affaires à moyen terme, qui a été établi à partir de la comptabilité analytique de RCB.

Nous avons rapproché la comptabilité analytique avec les comptes consolidés du groupe sur l'exercice 2010, puis apprécié la cohérence et le caractère vraisemblable du plan d'affaires, ainsi que le caractère « réaliste » des budgets établis par RCB sur

les dernières années. A l'issue des entretiens avec les personnes en charge du contrôle de gestion de RCB, il ressort que tant les affaires déjà annoncées que les affaires en cours d'exécution et les perspectives d'activité au second semestre 2012 ne conduisent pas à remettre en cause les données présentées dans le budget pour l'année 2012.

Bien que la méthode DCF ait été écartée, nous avons, à titre de recoupement, conforté la valeur d'apport obtenue via les méthodes analogiques en actualisant les résultats nets analytiques du plan d'affaires sur cinq ans. La valeur d'apport y ressort encadrée par les résultats obtenus en prenant en compte les paramètres d'évaluation communiqués par RCB (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini)⁶. La valeur d'apport des actions RCB se situe dans le haut de la fourchette des différentes valeurs ressortant de la valorisation multicritères.

FR

La valorisation de FR par transparence avec RCB nous paraît correctement appréhendée. Cette valorisation se situe par conséquent en haut de la fourchette de valorisation compte tenu du préciput versé par RCB à FR et de la valorisation de FR par transparence avec RCB (reflétant le mécanisme préciputaire).

3.3. APPRECIATION DES PARITES ET DE L'EQUITE DES RAPPORTS D'ECHANGE

3.3.1. Approche retenue par les parties

Les méthodes d'évaluation retenues pour PO comprennent :

- l'estimation de son actif net réévalué (valeur de sa participation indirecte dans RCH et de son portefeuille de capital investissement après application d'une décote de holding) ;
- l'application de multiples de fonds propres normalisés de sociétés comparables cotées ;
- l'application de multiples de fonds propres tangibles normalisés de sociétés comparables cotées ;
- l'application du critère du cours de bourse historique.

⁶ Ces taux nous paraissent raisonnables ; cependant, nous n'avons pu les valider par des données de marché. En effet les analystes financiers qui suivent les établissements comparables à RCB n'utilisent pas la méthode DCF.

3.3.2. Appréciation des commissaires aux apports

La valeur de l'action PO de 14,63 € (dividende détaché) sous-tendant les rapports d'échange se situe au centre de l'intervalle de valeurs issues des multiples de fonds propres et de l'actif net réévalué après application d'une décote usuelle de holding ; ces méthodes d'évaluation reflètent selon nous objectivement la valeur du titre PO.

Nous avons examiné les parités implicites aux rémunérations des apports des actions RCH, RCB et FR, résultant des négociations entre les parties, et les avons comparées aux parités issues des valeurs centrales ressortant de nos travaux d'évaluation :

- globalement, les parités retenues correspondent au milieu de la fourchette des valeurs possibles de la somme des apports ;
- en revanche, l'approche individuelle des parités différenciée en fonction des apports de titres RCH, RCB et FR met en évidence des disparités : la valeur de RCB implicite à la parité retenue se situe dans le haut de la fourchette des valeurs possibles (il en va nécessairement de même pour FR compte tenu de l'évaluation par transparence avec RCB), alors que la valeur de RCH implicite à la parité retenue se situe dans le bas de la fourchette des valeurs possibles.

Ces disparités reflètent principalement la prime de rendement des actions RCB, dont le taux de distribution et la fréquence des distributions sont beaucoup plus élevés que ceux des actions RCH ; elles reflètent par ailleurs la position minoritaire des apporteurs d'actions RCH dont la liquidité est réduite.

3.4. AUTRES POINTS D'ATTENTION

Sur un plan général, l'opération qui vous est soumise trouve sa place dans un environnement économique et financier actuellement tendu ; nous soulignons à ce titre le caractère très exceptionnel de la conjoncture ainsi que les facteurs d'incertitude et les phénomènes de volatilité qu'elle engendre. Il peut en résulter des événements aujourd'hui non identifiés, mais susceptibles d'affecter la valeur des titres apportés ; en particulier :

- la réglementation prudentielle « Bâle III », entrant en vigueur à compter de 2013, aura notamment pour conséquence des exigences accrues en matière de fonds propres prudentiels. Alors même que la présente réorganisation du groupe PO contribue à optimiser la conformité au nouveau dispositif, l'intégralité des effets futurs de celui-ci sur la valeur des titres apportés est d'autant plus difficile à apprécier que PO assure la surveillance prudentielle du groupe sur base consolidée ;

- nous avons eu confirmation auprès de nos interlocuteurs du caractère réaliste des hypothèses opérationnelles sur lesquelles reposent les plans d'affaires, dans les conditions actuelles d'exploitation, ce qui ne préjuge toutefois pas des conditions d'exploitation futures.

3.5. SYNTHÈSE

A l'issue des diligences que nous avons menées, notre appréciation de la valeur de 438,90 € par action RCH, de 365,75 € par part RCB, de 18 609,36 € par action FR, et de 14,63 € par action PO, situe ces valeurs dans la fourchette des valorisations obtenues en fonction des différentes méthodes d'évaluation que nous avons développées.

Nous nous sommes assurés que la parité convenue entre les parties se positionne dans ces fourchettes acceptables de valorisation des trois catégories de titres apportées et corrobore les rapports d'échange.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis qu'à la date du présent rapport :

- La valeur globale des apports, soit 561 608 276 euros, n'est pas surévaluée. En conséquence, la valeur des actions apportées est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire, majoré de la prime d'apport, pour un montant total de 561 608 276 euros ;
- La rémunération globale des apports est équitable pour les actionnaires de Paris Orléans.

Fait à Paris, le 15 mai 2012.

Les commissaires aux apports,

Dominique LEDOUBLE

Jacques POTDEVIN

Commissaires aux comptes,
Membres de la Compagnie Régionale de Paris.